全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bull's Eye Investing:
Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market

牛眼投资法

命中超值回报的选股王道

[美]约翰·莫尔丁(John Mauldin) 著
郑磊 袁婷婷 译
马方业 审校



最完整的投资方法，
最精准的选股策略，
只为命中牛眼股，
一击制胜！

曹仁超·何小锋·黄国英·张化桥·赵迪牛气推荐！



中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：9582180
理想藏书55188 www.55188.com

牛眼投资法

命中超值回报的选股王道

Bull's Eye Investing:
Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market

[美]约翰·莫尔丁(John Mauldin) 著
郑磊 袁婷婷 译
马方业 审校

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：95821808 理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

牛眼投资法 /（美）莫尔丁 著；郑磊译. —北京：中国人民大学出版社，2013.6
ISBN 978-7-300-17041-1

Ⅰ.①牛… Ⅱ.①莫… ②郑… Ⅲ.①股票投资-基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 056748 号



牛眼投资法

[美]约翰 · 莫尔丁(John Mauldin) 著
郑 磊 袁婷婷 译
马方业 审校

Niuyan Touzifa

出版发行	中国人民大学出版社		
社　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　销	新华书店		
印　刷	北京联兴盛业印刷股份有限公司		
规　格	160mm×230mm 16开本	版　次	2013年6月第1版
印　张	23	印　次	2013年6月第1次印刷
字　数	350 000	定　价	45.00元

版权所有　侵权必究　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打开天窗 说亮话

智富

FINANCE





易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序



我老曹在1968年误打误撞入了证券投资这一行，当年许多人采用价值投资法分析股票，即是把投资股票视为小股东投资一盘生意一样，必须深入了解该公司的资产负债表、损益账、行业前景等。上述方法是所有投资者必须做到的第一步，因此也叫做基础分析，这理论以格雷厄姆（Benjaman Graham）为鼻祖，而他最得意的学生是巴菲特。

1971年9月中国宣布加入联合国，该消息令当年恒生指数由406点回落到278点，短短三个月内恒指回落30%，而个别股份跌幅更超过50%，证明股价升跌除反映公司资产负债表、损益账之外，另有其他因素对短期股价影响更大，上述叫做“市场心理”。分析市场心理的方法叫做“走势”，初期走势派信徒与基础分析派信徒互相攻击。走势派认为“万种消息皆入市”，因此观察走势已经足够，甚至认为基础分析是没有用的，代表者有玛吉（John Magee）的“柱状走势”（bar chart），其他如点数图（point and figure）、阴阳烛、移动平均数、RSI、MACD、动力指数、OBV等。20世纪70年代是走势派兴旺时期，经过数十年发展，人们渐渐发现“走势”原来易学难精。

1990年开始，日股出现长期回落，投资界留意到股市升跌除了受公司资产负债表、损益账及市场心理影响外，亦受经济周期影响，代表者有提出长波理论（即经济周期可长达55～65年）的康狄夫（Kondratieff）。简单来说，意思是经济起步时有30年繁荣期，然后10～15年的高原期（这段日子里个别行业仍可上升，部分行业会回落，整体经济增长幅度十分有限），最后是一般长达15～20年的回落期。日元在1985—1994年大幅升值，导致日本楼价及股市自1990年起一直回落至2008年底，时间长达19年。2009年起，日本经济重返“潜龙勿用期”，不知何日才“见龙在田”，迎接投资日本的大好时光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

踏入2000年，由莫尔丁（John Mauldin）提出的“牛眼投资法”渐成主流（过去英国贵族用牛头作为箭靶，并以牛眼为红心）。在经济回落期，单单射中牛头仍不能赚到钱，必须射中牛眼才能赚大钱。他认为“相对值”已经不合时宜（例如2007年10月至2008年股市大跌65%，若你的投资组合只损失30%，虽然跑赢大市，但仍要亏本），你必须达到“绝对值”才能赚钱。方法如同猎人射击鸭子，枪口必须瞄准鸭子起飞后一两秒的位置才能命中。如果只瞄准鸭子，枪声一响鸭子起飞，子弹才射到鸭子原先的位置，又怎能命中？莫尔丁把射击鸭子理论加以整理，强调趋势的重要，这也是近十多年来，我老曹一直强调的较新的分析技巧。而我老曹也是凭融会贯通“牛眼投资法”，命中多只牛眼股，大部分股票都获利两至三倍，由普通散户变身坐拥亿元身家。投资本金由港币5 000元，在40年内放大4万倍，达到2亿元。

简单来说，美国政府在2001年1月开始减息及减税，导致美元贬值，形成趋势后便应该投资债券、黄金及资源股；2003年中，当利率跌至1%，重新推动美国房价上升令经济开始复苏，资金应重返股票市场；2007年7月，美国利率重返6.5%，加上战后婴儿潮一代踏入60～65岁的退休年龄，估计他们必定卖房、卖股票（或基金）退出美国楼市及股市；2009年3月，美国政府推出量化宽松（QE）令资金应重返股市；2011年，美国政府推出扭曲操作（OT2），以压低长期利率，令资金重返楼市……我们应该利用这些短期趋势，在经济高原期（中国香港地区是1997—2007年，美国是2000—2007年）赚取绝对值，而不是相对值（即跑赢大市）。

2008年起，无论中国香港地区还是美国皆进入绵绵不绝的熊市（secular bear markets），能够捕捉趋势改变者才是大赢家。过去十多年，趋势投资法的确胜于基础分析及走势分析，成功例子如2000年起购买黄金及资源股、2007年7月—10月离开股市，以及2009年3月重返股市及楼市（尤其是内地楼市）。我们必须只买冒升的行业，以及该行业中的龙头股，并放弃回落中的行业，以及跑输大市的股票（不要捞底）。今天人人皆会说的“炒股不炒市”，便是来自趋势投资法。

过去该书只有英文版，令英文水平不高者难以阅读；今天已翻译成中文版，相信牛眼投资法将更普及。

曹仁超
信报财经新闻有限公司首席顾问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



导言：你的准星必须“领先”鸭子少许

每个猎人都知道，你不应该瞄准射击野鸭现在所处的位置，而是应该把枪口朝着它前进的方向偏一点。你的准星必须“领先”鸭子少许。如果你在射击的时候，将目标瞄准鸭子当时所在的位置，就打不中目标。（除非野鸭飞得很慢或是距离非常近！）

本书的目标是将这个简单的道理运用到股市投资上。我希望在本书中向各位说明，哪些将会是未来的趋势，帮助各位在设定自己的投资目标时，充分利用好这些趋势。

如果各位想在未来几年投资成功，那么，各位必须采取不同于上世纪八九十年代的做法。在上一次牛市行情起步的时候，利率和通货膨胀率同时走高，股票市场的价位却偏低，引发了史上人气最旺的多头行情。

我们现在所处的环境正好相反。美元正处于长期贬值通道①，美国经济不得不面对美国贸易失衡和政府负债的双重赤字。

美国股市目前的走势如何？债市目前的走势又如何？黄金？不动产？我们应该投资什么？

华尔街和证券基金专家都宣称，“股市正在走高，你应该投资股票，现在就是进场的时机。但因为你没有办法抓准进出场时机，所以你应该买入并长期持有股票。不要在意股价的短期下跌，我的最佳建议是认购我的基金。”

① 译注：尽管美元在某些阶段仍在反弹，但整体上处于下行贬值通道中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些人会说，熊市已经宣告结束，但他们每年都这么说；他们说，这本书写的是过去的事情。历史上长期熊市的下跌，比我们见过的情况更加严重，而且可以持续长达十七年之久，最短的时间是八年。当股价处于我们目前所在的高位时，长期熊市行情就还没有结束。

在我看来，对那些依然在听信华尔街蛊惑之言的投资人而言，他们将面临的最好结果是感到气馁，因为我引证的研究成果说明，在这次熊市周期中，我们还有很长的路要走。对那些计划在未来靠股市投资安享退休生活的人而言，结果可能会是灾难性的。

但是，这并不是说我不看好未来，这本书也不是一本沉闷乏味的书。事实上，经济与股市表现两者之间并没有直接的相关性。我们将会发现，我们的经济应该不会有问题，在各个成长阶段会出现正常的调整现象。我们所处的世界并不是濒临灭亡，其实一直都在不断发展变化着。长期熊市充满了各种创造投资成长的机会，只是，这种机会不会出现在目前华尔街所用的标准做法之中。

我希望通过研究市场过去是如何运作的以及背后的成因，给大家提供一份迈向未来的行动路线图。我们要拆穿华尔街经常引用的神话与“科学研究”，他们就是靠那些噱头吸引投资人买进并持有只有相对收益的投资项目。华尔街业内人士的这种做法并不少见，他们会刻意采用偏颇的理论和统计数字以及所谓的事实，而这些资料通常是错得离谱。当市场下跌的时候，这些人会像芝加哥小熊队（或是我喜欢的德州骑兵队）的球迷一样，只会耸耸肩膀对你说：“再多等一年！另外，拜托你再多买进一点吧。”

在本书的前半部分，大家看到的是“钓鱼”的技巧，在后半部分，我告诉大家的是应该到哪里去找到“鱼”。我建议大家不要跳过本书的前半部分，也就是不要为了寻找投资捷径，就直接跳到本书的后半部分。如果你不了解经济和全球市场发生了什么，那么，你就无法对自己的投资策略抱有信心，只会去追逐最热门的投资项目，结果往往是短暂的快乐，长期的痛苦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些人会说，熊市已经宣告结束，但他们每年都这么说；他们说，这本书写的是过去的事情。历史上长期熊市的下跌，比我们见过的情况更加严重，而且可以持续长达十七年之久，最短的时间是八年。当股价处于我们目前所在的高位时，长期熊市行情就还没有结束。

在我看来，对那些依然在听信华尔街蛊惑之言的投资人而言，他们将面临的最好结果是感到气馁，因为我引证的研究成果说明，在这次熊市周期中，我们还有很长的路要走。对那些计划在未来靠股市投资安享退休生活的人而言，结果可能会是灾难性的。

但是，这并不是说我不看好未来，这本书也不是一本沉闷乏味的书。事实上，经济与股市表现两者之间并没有直接的相关性。我们将会发现，我们的经济应该不会有问题，在各个成长阶段会出现正常的调整现象。我们所处的世界并不是濒临灭亡，其实一直都在不断发展变化着。长期熊市充满了各种创造投资成长的机会，只是，这种机会不会出现在目前华尔街所用的标准做法之中。

我希望通过研究市场过去是如何运作的以及背后的成因，给大家提供一份迈向未来的行动路线图。我们要拆穿华尔街经常引用的神话与“科学研究”，他们就是靠那些噱头吸引投资人买进并持有只有相对收益的投资项目。华尔街业内人士的这种做法并不少见，他们会刻意采用偏颇的理论和统计数字以及所谓的事实，而这些资料通常是错得离谱。当市场下跌的时候，这些人会像芝加哥小熊队（或是我喜欢的德州骑兵队）的球迷一样，只会耸耸肩膀对你说：“再多等一年！另外，拜托你再多买进一点吧。”

在本书的前半部分，大家看到的是“钓鱼”的技巧，在后半部分，我告诉大家的是应该到哪里去找到“鱼”。我建议大家不要跳过本书的前半部分，也就是不要为了寻找投资捷径，就直接跳到本书的后半部分。如果你不了解经济和全球市场发生了什么，那么，你就无法对自己的投资策略抱有信心，只会去追逐最热门的投资项目，结果往往是短暂的快乐，长期的痛苦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下是本书的架构：

首先，回顾历史，总结教训，探讨股市未来的发展潜力。我们会讨论现存六种研究股票市场的方法。先简要提示一下，有许多证据显示，在本周期结束的时候，股票市场会跟目前的情况相差不远。

通过对股市泡沫所做的历史与数学分析发现，在下一个牛市行情来临之前，股票市场有可能继续受到重挫。我们会检讨华尔街最喜欢用的促销花招，包括著名的伊柏森研究（Ibbotson study），西格尔（Jeremy Siegel）的《股史风云话投资》（*Stock for the Long Run*），以及现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory，英文缩写为MPT）。我要让各位了解，当华尔街人用这些工具说服你时，大家为何要谨慎对待。

我们接着要分析，为什么在经济表现不错的时候，股票市场却可能继续下跌：这一切取决于投资人对盈利的预期，以及对未来盈利的价值的判断。

大多数分析师会简单地认为熊市就是从巅峰一路跌到谷底（从顶端到底部）。实际上，熊市行情可能出现在长期牛市之中（例如1987年、1998年的情况），而牛市行情也可能会出现在长期熊市之中（例如2000年、2001年以及2002年、2003年的情况）。分析师将长期熊市定义为，市场在到达顶部之后进入一段径直下跌的阶段，再重返前次高点的这段漫长时间。

我建议，让我们用另一种方式，将长期熊市市场定义为：股市市盈率由非常高的水平下跌至相当低的这段期间。正是因为有了这样低的市盈率估值，我们才能再度信心满满地把资金重新投入股市，这就如同绷紧的橡皮筋肯定会反弹是一样的道理。当然，华尔街那帮人会想尽办法向你提到各式各样的研究，企图证明股票总是被低估，而你应该做的就是马上买进。他们在过去几年就是这样说的，现在仍在说同样的话。这些人都错了，我们将分析其错误的原因。

我的意思是说，收益非常重要，因此，在这本书当中，有好几章会重点讨论这个问题。我们将看到为什么华尔街的分析师总是出错（每年大约有50%以上预估错误），真正的收益增长的潜力是什么，以及如何正确认识这一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来我们会讨论风险问题。我说过，在长期熊市投资，最重要的是管理风险。我相信，探讨风险的那一章，会是本书最重要和最有趣的章节。

我们会探讨投资人最常犯的错误，以及如何避免这些错误。统计数据显示，个人投资者的投资表现不如他们所投资的基金或股票的投资表现，我们会探究其中的原因。我们也将看到，今天的热门基金为何在明天可能成为输家，以及在这样的市场中，你应该投资寻找哪些类型的基金？

我们将放眼未来，审视婴儿潮的人口结构，及其会对我们的投资造成的影响。我们会分析利率、通货紧缩和通货膨胀的变化方向。接着，我们会检讨世界经济的趋势与美元的状况，看看是否能够找出有潜力的投资方向。幸运的是，我们找到了！

这些经济问题，会迫使一些人做出痛苦的投资调整。我会告诉你如何在剧烈波动的市场中寻找绝对回报、化疑难为机会。

在第一部分结束后，我们接着会分析一些类型的对冲基金，我认为这些投资应该可以提供相当不错的绝对回报率。我们会看到华尔街是如何欺骗小投资者，争取到对他们自己有利的交易。最富有的投资人，以及聘用昂贵投资顾问的大型机构，都选择那些高收费、不受规管的私人投资项目，是因为这些投资项目的风险调整回报率，胜过只采取买进并持有策略的证券基金。我们会告诉各位，如何将这些策略运用到你的投资组合中去。

最后，我们会探讨各位应该对未来保持乐观的理由。在1974年，只有少数人能预见到电脑、通讯以及互联网可能带来的改变与机会。在当时，由于全球竞争导致就业岗位流失，社会为美国基础工业蒙受的损失痛苦悲鸣。

今天，我们发现美国的工作机会再次面临激烈竞争。美国的核心竞争力似乎正在逐渐消失，而市场并未及时做出反应。与几年前相比，世界正在发生改变。很少有美国人留意到，小型企业和研究领域正在发生某些新的革命，将会奠定美国下一波繁荣的基础，因为我们根本没有想过下一波的变革浪潮会如何影响我们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的变革过程中会出现赢家吗？当然会。每当出现重大变革的时候，一定会有人从中受益，当然也一定会有人蒙受损失。我会试着告诉大家，你们应该如何找到自己的位置，让自己成为赢家。

这些周期的模式虽然没有经历千年之久，但也长达数世纪。坏行情和好行情交替出现，就像四季变化一样可以预期。自从美索不达米亚人与波斯人开始有交易以来，这些周期一直在出现。虽然没有人可以准确预测冬季会在哪一天到来，但是冬天一定会来临。当你拟定夏季计划的时候，也可以为冬天做好准备。作为投资人，如果你了解所处的经济与投资周期，并做好相应的规划，就一定能够成功。

所以，做好准备，让我们开始迈向成功的投资征途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

John F. Mauldin. Bull's Eye Investing: Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market.
ISBN: 978-0-471-65543-5

Copyright © 2004 by John F. Mauldin. All Rights Reserved.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled Bull's Eye Investing: Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market, ISBN 978-0-471-65543-5, by John F. Mauldin, Published by John Wiley & Sons .

No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Renmin University Press.

This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权中国人民大学出版社出版。未经出版者书面许可，不得以任何形式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

本书中文翻译稿由（香港）天窗出版社有限公司授权使用。

版权所有，侵权必纠。

北京市版权局著作权合同登记号：01−2012−4094

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

推荐序　曹仁超　VI

导言　你的准星必须“领先”鸭子少许　VIII

第一章　牛熊之争　001

第二章　历史趋势和股市信仰　023

第三章　与趋势为伍　033

第四章　抓住下一波行情　047

第五章　以史为鉴　做实际预测　061

第六章　金融物理学：相互关联的关系　085

第七章　风险预期　097

第八章　对收益增长的真实评估　105

第九章　养老基金之忧　139

第十章　老龄化社会的退休难题　147

第十一章　人口结构已注定　167

第十二章　美元霸权的末路　179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十三章 差强人意的经济 197

第十四章 格林斯潘和OK农场的保卫战 213

第十五章 为何投资会失败 229

第十六章 牛眼投资 尽在选股 247

第十七章 切入内心的投资心理学 265

第十八章 股票的价值 293

第十九章 投资领域的闪光点 311

第二十章 牛眼投资 329

附录 长期熊市 “牛眼”透视 337

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
牛熊之争



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新时代的经济学家、股票基金经理以及卖方投资顾问都在絮絮叨叨、坚持不懈地鼓动说：股票市场的高速公路终于全部通车了，新的车道还在不断增加，变化日新月异。每天都值得买入和持有股票。而且，从长期投资角度看，市场将持续上涨，无须在意短期回报是否太低。

这些前卫的投资者用一大堆理由来劝说我们，股市这一次的高估值与以往真的不同。以往股价在达到高位之后，会经历严重的下跌调整和十年以上的熊市，这次不会发生这种情况。同时，他们还宣称，如同2001年我们经历的一样，未来的经济衰退将会是轻微而短暂的。20世纪90年代那样的牛市，很快就将重现。

这些所谓的“事实”以及被用来解释的看似可信的研究成果被提供给投资者。通过这些研究报告，可以引导投资者得出一个判断：待股市喘定后，道琼斯工业指数在未来几年将向上挑战36 000点或100 000点。

这些新时代的拉拉队队长们的主要依据，在我来看，就是循环（弯弯绕）逻辑。他们想告诉投资者的是：现在的股市投资与债券投资一样安全。这种说法可能导致越来越多的投资者持续地投资股市，从而推高股价，直到股票的回报赶上债券的回报为止。而投资大师彼得·林奇（Peter Lynch）曾经说过“收益推动着股市的增长”，也就是说，不断增长的收益将会推动股市创出新高。由于在接下来的任何一个季度，收益可能恢复到像近十年一样的快速增长状态，因此，在股市接近债券的估值水平之后，市场仍将会持续上涨。这就等于是先声称投资股市是安全的，诱使投资者托市，待股价被推高之后，更多的投资将会被吸引进入股市。

那些人还认为，如果格林斯潘（Alan Greenspan，美联储前任主席）调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低利率，就能够避免2001年经济衰退的发生。这些人就是一些光说不练的假把式，可能会对你的投资造成严重的危害。我会在接下来的章节里告诉你，怎么去识别这种人并避开这些害人的观点。

循环逻辑很有蛊惑性。在20世纪90年代，它看起来是正确的。因为大家都希望它是正确的，这样就能给人们指出一条清晰的致富之路。你只需将年收入的10%或15%储蓄起来，让它们在“罗斯个人所得税账户”或退休年金账户里以每年15%的复合增长率增长，将来你就可以在风光旖旎的海滨度假胜地过上美好的退休生活。当然如果储蓄更多的钱，你甚至可以提前退休。

但这有违人类千百年来积累的投资经验和近一个世纪的现代股市投资史。我认为循环逻辑有可能会变成充满险恶魅惑的塞壬之歌[①]，把满怀希望的投资者骗向暗礁密布、乱石丛生的险滩。请相信我：我并非是在散布悲观和失望情绪。我坚信通过储蓄和投资，大家可以过上快乐美好的退休生活，但其中的关键点是，你必须使用正确的投资方法。简单明了地说，近些年“买入并持有”指数基金和高成长性的大盘股以获取收益的投资策略，已经不适用了，并且在今后的很多年里可能都不适用。因此，我们必须与时俱进，调整自己的投资习惯。

我们查阅了很多研究成果、报告和论文，掌握了强有力的证据。实现你的退休梦想是有可能的，但靠的不是那些人云亦云的股市投资方法。

正确的投资之路少有人走，但安全可靠。我来为你揭开这个藏宝图。

长期的熊市

在接下来的几章，我将向你说明，我们目前处在一种被称为长期熊市的环境里。如前所述，对于长期熊市的非专业的定义是，在数年或数十年里，股票价格只是持平甚至持续走低（现阶段的日本股市和1966—1982年的美国股市即是如此）。而传统的经典定义为：长期熊市的时间跨度大约是8～17年。

① 译注：希腊神话中人首鸟身的怪物，也称为海妖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为，其实也是过往股市给我们的一个明明白白的教训：我们将会在很长一段时间里处于熊市状态。因此，确保未来投资能够成功，最重要的是明白这一点，并且去投资那些在长期的熊市里依然表现不错的股票、基金和其他的投资产品。尽量避开那些已被证明成功记录不高的投资产品。

作为一个投资者，成功的关键在于：明白市场的本质，并做出相应的投资。在告诉你在长期熊市里如何投资之前，你需要了解一下市场的周期，周期为什么会出现，以及出现的形式。

投资需靠新规则

投资者都学过的投资原理是现代投资组合理论（MPT），这个理论在近几十年非常成功。即便投资组合发生了大幅亏损（比如40%）的时候，蕴含于其中的理念会提示那些出类拔萃的投资高手，要求大家做深呼吸并保持冷静。就是这个理论，实际上可以说是理论的扭曲版，促使经纪人劝说你去买入和持有那些市盈率（Price-Earning Ratios，P/E ）很高的大盘股（或他们推荐的其他投资产品），即使在股市崩溃的时候也是如此。这个理论有很多值得学习的地方，不过我认为，这些年来，它也是让很多个人投资者痛苦不堪的根源。



战争的规则已经改变了。我觉得除了美国，已经认识到了这一点的国家还不多。冷战的终结和反恐战争的开始，改变了我们对待那些威胁到国家安全的敌人的方式。前些年还不能想象的事情，如今被当做平衡政治的各个（至少是多数）方面的必需品和利器。大家都很清楚，我们的军队领导人希望避免犯这种典型的、代价巨大的错误：即将上一场战争的经验用于这场战争。这样的错误通常任何军队都难以避免。

我的观点是，和战争的规则已经改变一样，投资的规则亦然。如果有人仍然将那些适用于20世纪八九十年代的投资方法用于现在的投资，他可能会遭受挫折。如果你没有留心到这些变化，没能及时调整策略，那你可能对今后几十年的投资回报都不会感到太满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马上行动起来

未来的股市回报很可能比最近几十年的回报低很多，也远低于投资者的预期。我们分析了各种对理解股票市场有益的研究成果和方法。这些观点源自于不同的假设和前提，但结论都殊途同归：这些研究成果证明了，我们接下来很有可能经历一段相当长的低回报或负回报的时期，即长期熊市。后面的章节将会讲到一种全新的看待熊市的方法，也让我们知晓什么时候可以重返股市。

在这样漫长的熊市中，投资者购买股票基金将无法使个人财富获得稳定增长。指数基金，不管广告词写得多么光鲜亮丽，也都不会有出色的表现。而大型股票基金也将逐渐被人们视为错误的选择。你可能会认为这种情况已经发生了，但我们现在对股票基金的抵触情绪，与未来若干年后或未来的经济衰退之后可能达到的程度，还相距甚远。经济衰退将使投资者更注重即时回报，从而缩短持股时间，因此股票价格将会不断滑落，股票基金的资产净值也将持续下跌。而大部分的投资者总是盯着最新的热门基金，不顾一切地铤而走险，以求追回损失。我们稍后将会知道，这是最差的一种选择。

我们先来了解一下以前的投资方式，再探索新的领域，来找出新的、在熊市周期里对我们有用的投资指引。

我们的研究起点是哈里·M·马科维茨（Harry M. Markowitz），他在1952年发表了一系列的辉煌著作，并因此获得了诺贝尔经济学奖。他的论著是现代投资组合理论的基础，后来成为投资专业人员采用的主要模型。

简单来说，马科维茨认为通过分散投资于一系列相互无关联的资产，可以减小投资组合的整体波动性。当其中一项资产（例如股票）下跌时，在债券和房地产上的分散投资将会使投资组合的价值保持稳定。

马科维茨用数学模型证明，那些在单独存在的时候具有较大风险和波动性的投资产品，在被组合起来之后，会比单一投资更少波动性，获得更稳定的收益。这个概念在今天看来很直白，但在1952年的时候可是非常的新鲜。那时候，人们认为既然投资者把对未来回报的预期当做选股的依据，那么如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果投资者真的确切知道未来的回报将会是多少，就必然只会购买一种股票或投资产品，以期获得最大的利润。

当然，人类不可能预知未来，所以我们选择分散投资。现代投资组合理论相信，投资者分散投资于不同类型的、不同风险属性且相互之间无关联的投资产品，从长远来看，这样的投资组合的总体收益将会很平稳。

如果我们的投资组合种包括诸如债券、股票、房地产、木材，石油等资产种类，随着时间推移，投资组合的价值将会更稳定地增长。这比我们只押注于一个市场要好得多。当然其中的关键是“长期”。

马科维茨和他的追随者用一系列希腊字母命名的统计术语来衡量风险。分析师运用α（阿尔法），β（贝塔），γ（伽马），δ（德尔塔）确定过去的某一项投资的风险系数。现代投资组合理论告诉专业人士如何将不同的投资放在一起，组成一个符合预期的风险/回报投资组合。资本资产定价模型（The Capital Asset Pricing Model，CAPM）向我们展示了如何运用股票组合构造出指数，以便有效地获得低风险、高预期的回报。同时这个理论告诉我们，市场很有效率，股票的价格能够即时地反映出与之相关的信息。因此，我们很难与市场抗衡。

以上罗列的分析方法都非常实用，现代投资组合理论也成为必备工具，是投资、尤其是大型投资机构投资的黄金法则。如果能够正确运用现代投资组合理论，没有哪个大型投资机构的负责人会一败涂地。



过去50年左右的经验证明了现代投资组合理论的实用性。有成百上千的研究成果阐明了基于这项理论建立的投资组合的优势所在。但该理论也有三个足以让结果截然不同的漏洞，这些漏洞在投资宣讲会上通常很少被提及。

首先，现代投资组合理论对投资时间有很严格的要求。它需要很长的时间，有可能是几十年的时间。

如果在1966年投资标准普尔500（S&P 500）指数，你需要16年的时间才能够获得回报，再等待10年，回报才能抵消通胀所带来的贬值。如果你在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1950年或1973年开始投资标准普尔500指数，回报来得会快很多。而如果你选择在1982年或1987年底投资，你在几年内就能够得到可观的收益，更别说1999年的暴涨了。

你可以在任何一个市场中做类似的风险/回报分析：债券、股票、国际市场、房地产、石油，诸如此类。每个市场都是波动的，长期来看会回归真实的价值。美国的股市，一直以来都很值得投资。

对于那些投资的时间跨度为25～30年的投资机构来说，股市的波动虽影响心情，但不会出现无法收拾的后果。因为拥有分散化的投资组合，就算有一些投资标的表现不佳，组合里仍然有表现较好的投资品。遇上衰退期，投资组合会有所改变，也许债券的比重会增高，但组合里总会有一些股票，因为大型投资机构对把握市场的时机不是很敏感。

相对回报不可信

现代投资组合理论被很多专业投资人士用来说服客户参加一个相对价值游戏。如果市场（股票、债券、房地产等）跌去15%，而你的投资组合只跌了12%，那么你就相当于打败了大盘，你的任务也就完成了。这个时候，你有理由让你的客户继续投资，也就是说，你值得他们投入更多的钱。如果你的客户是机构投资者，很可能就会这样做。

这是你常常在专业投资人士那里听到“买入—持有”说法的原因之一，也是他们希望股票在你的投资组合里占有很高比重的原因。他们可以拿出各种各样的研究成果，来证明股票是长期表现最好的投资方式。通常，这个阶段开始于一个景气的年份，但在一个非常长的时间框架下，你其实完全可以选择任何一个年份开始投资。

“从长远来看，”约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）说，“我们都会死去。”

那些对机构来说有用的策略不一定适用于个人投资者。绝大多数人不会为一项投资获得收益而等待很长时间。你们中有多少人能够忍受一个基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或一种资产年复一年地下跌？你能与一家多年来一直亏损的科技基金合作多久？这些基金经理总是告诉你，现在是很好的买入时点，就像半年前、一年前、两年前他们说的一样。他们还说无论何时出售基金都是错误的。股市的每一次下跌都是在酝酿下一次的新高。现代投资组合理论的精华是：只要付出足够长的时间，你就会获得收益。

但越来越多的研究（我们稍后将会详细地讨论）表明，普通投资者并没有多少耐心。多年以来，相似的情况一直重复发生，投资人会因为受到挫折而高买低卖。很多研究显示，普通投资者寄望于通过频繁的交易来提高回报，而结果却是，他们的收益往往只是股票基金收益的一个零头。

事实上，普通投资者的时间跨度和投资需求与机构投资有所不同，而他们却使用了与此背道而驰的投资策略。很多投资者告诉我，他们后悔没有听从自己的内心或坚信自己的研究——在2000年退出市场，而是相信了经纪人或顾问，继续留在股市里。

在长期的熊市中，如果你的个人投资时间跨度只是区区几年而已，却采用一种适用于时间跨度为25～40年期的投资策略，你的投资将很难获得成功。根据相对回报而非你直觉中的绝对回报建立起来的投资哲学，可能是一个令人失望甚至是灾难性的投资理念。



如果你是华尔街那些大忽悠们的忠实信徒，不管你有没有意识到，你可能已经信奉了现代投资组合理论的一个被加工过的版本。理论本身没有错，错误的是有些人试图将这个理论作为工具来推销他们的投资产品。你可能并不清楚整个游戏规则，从而在错误的时间选择了一个糟糕的投资策略。

2003年年初，我很荣幸地和诺贝尔经济学奖得主哈里·马科维茨博士进行了一次交流。当时他在全球另类投资管理（Global Alternative Investment Management，GAIM）年会上发表演说。GAIM年会是一个大型的年会，重点讨论对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关性早已转变

马科维茨亲自指出了现代投资组合理论的另外两个漏洞。第一个漏洞在他的演讲中曾提到。在会议上，他重复了在2002年为庆祝其开创性作品出版50周年发表的演讲。他回顾了现代投资组合理论的来龙去脉。在19世纪80年代，主流思想认为美国股市与国际股票市场没有相关性。后者被认为是一个独立的部分，因此投资策略也是独立的。

现在我们知道了，这两大市场的相关性其实是非常高的。在过去的那些年里，全球股市在下跌时都很同步。20世纪80年代的那种通过投资海外市场，分散风险和保护投资者的优势消失了。马科维茨强调的重点是，如果你在意分散投资，你需要确认那些被用于分散投资的市场的波动是不同步的。

不同股票市场之间的相关性是导致长期资本管理公司（Long-Term Capital Management，LTCM）在1998年惨败收场的原因。长期资本管理公司是由多位诺贝尔经济学奖得主共同经营的投资机构，他们认为债券的利率将会收紧，并因此而采取高杠杆率的对赌策略，在开始的几年赚了很多钱。事实是每100年里，确实有99年债券的利率会收紧。他们认为自己的投资是分散式的，因为他们持有很多不同国家的债券。按照他们的理论，即便俄罗斯遭遇了百年一遇的洪水，如果投资组合里只有一小部分是俄罗斯的债券，风险仍很小。

但当他们发现，随着时间的推移，世界经济已经连为一体，以至通过分散地方式投资于不同国家的操作策略没有意义的时候，已经太晚了。他们倒下了，惨遭灭顶之灾，淹没在从俄罗斯蔓延至全世界的洪水中。

马科维茨在他的著作中认可相关性会随着时间而改变。但华尔街在运用他的理论时却不是如此，他们不愿意与“市场时机”打交道。投资顾问只是简单地说，利用这种或那种相关性不发生变化的投资组合，长期来看总有收益。他们总是被动地使用这项关联性的研究，直到致命的缺陷显现出来，才不得不再转向另一种投资策略。那时候客户的钱已经输得精光，摆在客户面前的，将会是一些新的支持华尔街投资经理们当初“必须”采取那种投资策略的研究成果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切基于假设

我与马科维茨博士私下会面时聊及的内容，最能阐述清楚第三个漏洞。在大厅里，很多双眼睛注视着这位迷人的政治家和教育家，他热情洋溢地在空中画了一个图形，来解释他的答案。他很贴心地慢慢比划着，以便让坐在我那个位置的人也能看清楚（我承认我没有弄懂他当时简单提及的微分方程）。

之后，我问了一下他对华尔街运用其理论的看法。他回答说，他认为该理论在帮助投资机构进行分散投资方面取得了不错的成效。而我指出华尔街利用他的研究成果来为“买入—持有”策略辩护，这对小投资者没有什么益处。

“哈哈，”他说，“这完全取决于你对未来的回报预期采取何种假设。”

但矛盾就在这里，华尔街和股票基金们用很多研究结果展示了股票市场的高收益。保持满仓，你最终会变得富有。很多养老基金的年复合增长率为9%～10%。考虑到他们有大约30%的资产配置在债券上，这也意味着他们在股票上每年至少能够获得12%的回报。

就像长期资本管理公司的管理者一样，普通投资者被告知如果他们将投资分散于不同类型的股票上，投资收益将会很好：买一些大盘股，中盘股和二三线股票；同时持有价值型和成长型的股票；再在国际市场上投放一些资金。你将会看到一个分散投资的组合如何对抗整个股票市场而减少投资风险。



这样的策略在牛市里是正确的，但在一个长期熊市中，利用分散投资的方法，你的整个股票组合的下跌速度与那些没有进行分散投资的组合相似。或许你的分散投资组合会下跌得稍微慢一些，但这会减轻你的郁闷心情吗？

不同于现代投资组合理论的支持者所追求的相对回报，聪明的投资者需要寻找那些有潜在的绝对回报的投资产品。他们更愿意在未来几十年里试着用一些方式在各种市场中赚钱，而非让收益随着市场的波动而波动。

本质上，成功的投资者会利用经过优化的现代投资组合理论（或者更确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切地说，是一系列的变种），这些理论更适合个人投资者。他们仍然分散投资于不同的资产类别，但并非在每种资产中选一些标的然后持有几十年。他们会小心地选择一些价格处于历史低位、或已证明走势优于大盘的资产类型。

对于投资时间跨度低于30年的人来说，只是因为一些理论鼓吹在任何时候都应该满仓，而简单将个人的大部分财富孤注一掷地投入股市，这种策略既不实用又不理性。在这个长期熊市刚刚起步的时候，尤其如此。

鉴于股票的投资在未来几十年带来低回报的可能性很大，普通投资者应该寻找能在股票市场和债券市场获得绝对回报的投资策略。但投资顾问又会拿出研究报告劝说他们，对股市的回报的预期是可以实现的。让我们来仔细地分析这些观点。

市场总会回归均值

常言道：世界上有谎言，该死的谎言和统计数字。如果用过去的表现作为参照系，你在未来十年的投资回报将会主要与你选择研究的起始和结束时间有关。用过去七十年的数据来预测未来的回报率（例如伊博森的研究模型）是毫无意义的，因为我们谁都不会七十年如一日地投资一个指数基金。退一步说，认为这样的统计数据与未来任何一个十年左右的时期都相关联，这个观点很具有误导性。历史资料显示，有很长一段时间股票市场完全没有增长，更别提10%的增长率了。

学医的学生中，总有50%的人在毕业的时候，成绩排名处于班级中的中等以下。正如二加二等于四，树不会一直长到天上去。**市场总是会回归到均值的。**

我们现在用一种完全不同的方法来分析一些研究报告，结果表明，我们这个时代的股票市场不能带来高于均值的回报。事实上，研究结果更倾向于认为投资者在未来股票市场只能获得中等或极低的回报。这就是为什么建议你去研究其他的投资策略（价值型投资，回报型投资，尤其是对冲基金的投资方式），这对接下来十年的投资非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于收益、股息和股价三者之间关系的讨论有不少。很多投资分析师只是简单地将市盈率与股价连在一起。如果一家公司的市盈率走高，质疑就会随之而来，这家公司将不得不提高收益，否则就只能放任股价下跌。他们总是引用历史的均值，认为这才是真实的价值。

然而，我认为，如果股价和市盈率之间真有关联的话，那么，股市的超跌和泡沫是不应该发生的。如果投资者知道股票价格终将会回归到那些神奇的均值数据，一个理性的人会在股价过高的时候加大投资？或在股价超跌时不去融资买入股票吗？

股票价格和收益在股票史上有关联吗？不得不承认，它们确实有关联。不过是不是有其他的原因——介于股价和收益之间的因素，为它们牵线搭桥？我认为有这样一个因子，真正维系着收益与股价之间的联系。这也是股票分析师不愿提及的部分，因为它很难被量化或套用简单的公式。

真希望事情就是这么简单。如果我们可以知道任何一个股票的真实价值，生活就会变得简单多了。

耶鲁大学的罗伯特·希勒（Robert Shiller）教授的《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）是一本必读的经典书籍。在其中的两个重点章节中，我们可以找到一些答案。希勒清晰地证明了，当大盘指数的市盈率达到23倍左右时，投资者在未来十年内基本上不会有回报，股市将回调到正常趋势。



希勒在“高效市场，随机漫步和泡沫”一章中阐述了这个观点。他展示了当下的股息与股价之间的联系。希勒的厉害之处是他在图形中展现了过去130年的股息增长曲线（见图1—1）。这是一个逐渐递增的平滑曲线图。然后他在图上添加了股价趋势图，如你所料，股票的价格上下波动得很厉害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

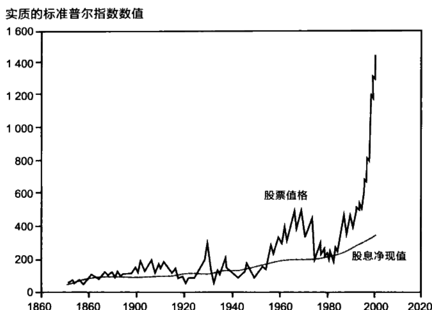


图1—1　股价与股息净现值，1871—2000年

资料来源：罗伯特·J·希勒，《非理性繁荣》，中国人民大学出版社，2008。

作为市场的学生，我对以下观点感到吃惊：

市场上的股票价格波动并不与股息的波动紧密相关。回到1929年9月的股市高点和1932年的底部，那时候真实的标准普尔指数跌去了81%，而实际发放的股息只跌了11%。而从1973年1月股市到达峰顶到1974年12月探底，按真实的标准普尔指数换算，股票市场下跌了54%，同期的真实股息只跌了6%。类似的例子还有很多……

总而言之，股市有自己的生命周期。它既不是仅仅反映现时的收益或股息，也不是仅仅体现未来的收益或股息。

请看希勒给出的图表，股市短期受到的剧烈冲击带来的损失，实际上与后续股息并不对等。如果股价与股息之间存在一种短期或中期的基本联系，那么，股票不可能在19世纪20年代中期、60年代或1999年上涨那么多，也不会在19世纪30年代或70年代跌得那么惨烈。在这些时间里，相对而言，股息的起伏不大，而股价的波动却很剧烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被忽视的投资者情绪

我一直认为，了解投资者的情绪是理解股市的关键。因此，你将会在本书中读到很多与投资心理学相关的研究。

希勒的书是很好的敲门砖。他深入挖掘了近一个世纪以来股市繁荣之下的投资者心理，指出了近期繁荣的原因，并预料这样的繁荣将继续下去。

新时代的经济学家宣称我们比父辈聪明。在二十几岁的时候，我对此深信不疑。当我成了7个孩子的父亲，而且其中6个已经超过15岁之后，我对年少张狂的想法开始怀疑。

我们过去听到的关于情绪化的祖辈的看法是，他们不像我们这样在弄懂股市的情况下进行投资。他们不知道人们只需要买入和持有股票，不去理会股市的修正和其他暂时的状况，因为股市总是、并且最终会上涨。现在我们知道股市是如何运转的，我们的表现应该比可怜的父辈和祖父辈要好。

我们现在也弄明白了导致经济萧条的原因。美联储也会避免市场干扰，确保股市自然地上涨。我们分析一下1987年10月和1998年10月的情况，不正是美联储在崩溃的边缘将我们解救出来吗？而在2001年，我们也只经历了一小段时间的衰退。很快，我们又被告知，下一轮的牛市将会开始。

当时互联网题材的股价过高，如果那时你持有这些股票就另当别论了。现在他们宣称，我们应该在真正的麻烦即将来临之前兑现三位数的回报，然后离场。因此我想，股市规则应该是买入和持有那些非热炒的题材股；另一个规则就是先炒高股票再抛售。

我读过很多探讨收益和股价之间的联系的研究报告。如果仔细而谨慎地筛选你想要的数据，就能够得出一个支持自己结论的非常好的案例。但我的观点是，短期来说，收益本身并非是随机的。只要收益的走势与股市的走势是一致的，就会得出其具有相关性的判断。就像在高速公路上并行的两辆车。这两辆车同属于一个家庭呢，还是它们其实是开往不同的目的地，此刻只是恰好相遇呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希勒的研究表明收益和股价之间没有相关性：股市由情绪主宰。他说的也许不是你我这样冷静的经济理性主义者，希勒通过指出其他投资者并非都是理性经济人，从而有力地推翻了理性市场的理论。

一份亏损的收益公告通常会让股价下跌。但找不到任何理性的解释可以说明为什么收益降低了10%，却能导致股票跌去25%~35%。收益公告对于情绪化的投资者来说，就是高能的航空燃料，足以驱使他们借题发挥大做文章。

我们读一读希勒大作的第一章，在那里，他用经济学家和统计学家喜欢的散点图（图1—2）展示了过去十年里市盈率和投资者的回报之间的关系。总体来说，市盈率越高，股市的回报就越低。

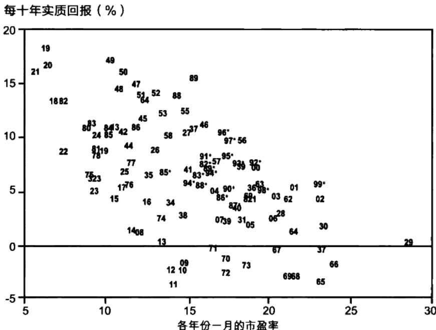


图1—2　作为每十年回报指标的市盈率

注：图上的两位数表示19XX，*表示18XX。

资料来源：罗伯特·J·希勒，《非理性繁荣》，中国人民大学出版社，2008。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下是摘自此章的部分论述和观点：

在像目前股市一样的高市盈率的情况下，长期投资者会谨慎地站在市场外观望；而在低市盈率的时候才会入场……

总的来说，分析图表显示在未来十年里的股市平均回报会是相当严重的负收益……

相对于股市整体来说的低股息，会导致整个市场的价格出现长期的下跌（或股市的成长性低于从前），而此时投资收益将受到低股息和股价下跌的双重打击。因此，在这样的情况下，马上可以想到的就是——当你所买的股票的股息与价格不对等时，就不是一个买股票的好时机——从历史的角度讲，这是正确的。

我认为希勒不是在阐述低股息率和高市盈率会减少收益。他只是在指出这三者在股票史上的关联性。低回报的个中原因更深层得多，同时和人类的很多情绪因素：贪，嗔，痴，疑，慢有关。

当然这些因素对于稳健的投资者来说，都不是问题——这些人会买入、持有股票，然后抛在脑后。但他们在股市中只是少数。**甚至那些虔诚地宣称自己倾向于长期投资的大型投资机构和证券基金都会频繁在市场买入卖出，以获取收益和实现价值。**



希勒用了很多章节来讨论泡沫和泡沫的成因，将其归结于人类的情绪和投资者对未来的看法。为什么在高市盈率和低股息率之后，紧跟着就是很长的低回报或负回报期？因为树不会一直长到天上去，万物皆有局限性。泡沫起来后，投资者最终会认识到这一点，然后将钱从市场中取走。

2000年，我写过一篇研究报告，告诉投资者应该预计到微软、思科和因特尔这样的大型科技公司的股票回报会保持下去。我也指出这些股票在未来十年的回报可能不会像十年前一样高，除非这些公司的市值增长到比美国整个经济体系里其他行业的总和还要大。

这些公司非常伟大，前景光明。但相较于它们的收益，其股价确实高得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足以与“伟大”媲美。到了某个时候，就会有足够多的投资者会像那个天真聪明的孩子一样意识到皇帝的新衣其实根本不存在，结果导致股价回落到真实价值，即使不回落也会停止上涨。当投资者看到那些伟大的公司的股价走势，他们开始担心其他相似公司的股票走势。整体下跌的转折点是“危机感”，而不是市盈率。这指的是对未来利润的预期。而当投资者对未来可能出现的损失的担忧，超过对可能获得的利润的期望时，股市泡沫就被戳破了。

这就是之前所发生的事情。我们已经进入了熊市阶段。我们最想知道的是：熊市什么时候结束?

在熊市中，投资者会逐渐对股市指数没有增长感到厌倦与绝望，然后开始寻找其他的投资机会。对于拥有大量资金的投资者来说，对冲基金是选择之一。对冲基金的年收益率为10%～15%，且波动性小，因此资金会流向对冲基金。虽然对冲基金目前的回报不会达到20世纪90年代科技股那样高达30%～50%的收益率，但聊胜于无。而小型投资者也有其他的选择，我们稍后会讲到。

这些行为都会导致热钱撤出市场。每一个离场的投资者都会对市场造成边际冲击。在某个时段，牛市将终结，市场开始修正。在之后的章节我们会了解到，股市的调整，一般情况下会持续很多年，不时会出现多次大幅反弹。希勒的研究和其他类似的研究表明市场并不仅仅是回归到正常的价值区间，而是之前股价走得有多高，在下挫时它跌得就有多惨。

年龄结构与股市之间的真实关系

关于市盈率还有一项研究值得我们探讨一下。很多人（包括我）曾经研究过人群的年龄结构与股市之间的联系。我并不认可哈里·登特（Harry Dent）在《沸腾的2000年》（*The Roaring 2000s*）所说的股市会一直上涨、直到2007年——婴儿潮的那一代人开始退休的理论。

但正如他所说的，年龄和购买力、储蓄（包括投资）等有非常强的关联性。登特失误的地方是他假定婴儿潮这代人在2007年之前会一直储蓄，因此股市也会持续上涨。这种说法，某种程度上来说很有蛊惑性，但可惜的是，它在统计学上缺乏依据。正如第十章中我们会提到的罗伯特·阿诺德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Robert Arnott）的研究成果所展示的，在股市和婴儿潮这一代人的表面关系之下，真正原因是这代人的子女、从业人数和退休人数的比例。

我们讨论一篇论证年龄结构和市盈率之间具有强关联性的严谨的学术论文。这项研究是由三位非常有名的经济学家：耶鲁大学的约翰・吉纳科普洛斯（John Geanakoplos），南加州大学的迈克尔・麦吉尔（Micheal Magill）以及加利福尼亚大学的马丁・昆兹（Marine Quinzii）为耶鲁大学的考尔斯基金会所写的。

这篇文章的重点不在于给我们带来了崭新的和特别的论点。它与迈克尔・亚历山大（Michael Alexander）在《股票周期》（*Stock Cycles*）（我们在第四章会专门讲到）中以及其他人的研究和结果很相似。文中运用了一种模型，来显示年龄结构的改变为什么、以及如何影响股市的价格，这将我们从娱乐世界或推理性的论据中带离，引导我们做出具有更加坚实的统计学基础的预测。它证实了我们的直觉猜测，从而对我们的假设更有信心。加上我写的与这个话题相关的数篇文章，我更加有信心地认为，我们正处在一个长期的熊市中的观点是正确的。

可预测的随机性

下面来自上述文章的引言部分（包括我标注的重点）：

我们观察到的结果强有力地证明了年龄结构的改变，通过一种与基本参数的变化强烈相关的方式，能够显著改变证券的价格这一观点。如果将美国的数据代入模型，我们会发现市盈率的变化几乎与美国过去50年的历史数据是相似的，同时也与坎贝尔（Campbell）和希勒在2001年的研究结果类似，**而这个模型又论证了接下来的20年（从2004年开始）里，市盈率极有可能出现整体下跌。这是因为人口金字塔的40年周期导致了股票权益的40年周期——而股价，尽管很随机，却有着很强的可预测性。**

总之，这几位研究者为经济建立了一个非常复杂的数学模型。通过早期的研究，他们发现，年轻的劳动力在消费和投资方面与年长的劳动力之间的差异很明显。同时，收入的差异也很大。研究者同时将商业周期、产出的起伏波动以及每一代人的风险忍受或规避程度纳入了考量范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对个人来说，典型的情况下，总是在年轻时收入少，中年收入多，而退休后收入又减少了，甚至变为零，人们常常在年轻时寻求贷款，而在中年投资股市和债券，再依靠中年的投资收益来养老。

这就是著名的投资者生命周期，它扮演了一个很重要的角色。简单来说，研究者们通过不同的年龄组和代际间的差异，将研究对象分成不同的“群体”。他们通过每个“群体”的新生儿出生率来确定婴儿潮和生育低谷期。中年人（或群体）与年轻一代的比值被称作MY值（中年—青年比值，middle-young ratio）。如果考虑到所有的变量，设定不同的经济假设条件，将“外部冲击”（例如1973年的石油危机）导入到模型中，得到的结果很相似：**中青年的劳动力比值与市盈率之间有强相关性。**

这意味着中年人与年轻人的群体间的相对比率，即MY值，在决定债券和股票市场的均衡价格方面起到十分重要的作用。

确实如此，如果你将研究者罗列的MY值和市盈率放在同一个图表中，就会发现MY值的趋势总是与市盈率挂钩（图1—3A与1—3B）。

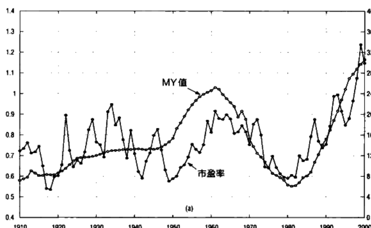


图1—3A 标普实际市盈率与MY值

资料来源：约翰·吉纳科普洛斯，迈克尔·麦吉尔，马丁·昆兹，“人口结构域股市的长期前景，”耶鲁大学考尔斯经济学研究基金，NO.1380（2002年8月），第26页。网址：http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d13b/d1380.pdf。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

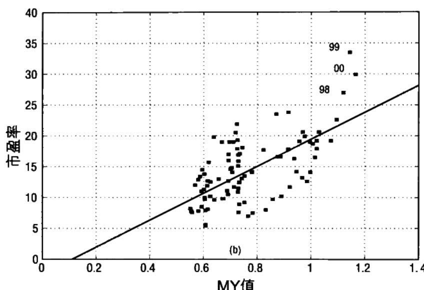


图1—3B　市盈率与MY值的线性回归

资料来源：约翰·吉纳科普洛斯，迈克尔·麦吉尔，马丁·昆兹，“人口结构域股市的长期前景，”耶鲁大学考尔斯经济学研究基金，NO. 1380（2002年8月），第26页。网址：http：//cowles.econ.yale.edu/P/cd/d13b/d1380.pdf。

用这个模型预测市盈率，在接下来的20年里，会从2000年初的25～30倍，跌到5～16倍。上述市盈率的预测区间，是不同的假设条件所导致的差异。如果使用已经过优化的假设，你会得到16倍的结果。如果你比较悲观，将推导出20年后的市盈率为5倍。但即使市盈率跌到16倍，仍然是一个很戏剧性的结果。

这不是简单地得出结论说，市盈率总是会回归到均值，比如像希勒那样认为的15倍左右。这篇文章列出了回归均值的基本原因：不同年代的人的年龄比值。

持续20年的单边下跌

现在，我们来看一些线索。稍后的章节我们会说到企业的实际平均利润基本上与经过平减处理的美国GDP（国内生产总值）大致持平，也就是6%左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

右。这意味着利润会在每12年翻一番。

这意味着如果市盈率跌到16倍时，股市将用上8～10年的时间才能从现在水平上重新起飞。如果市盈率跌到5倍，那时你连计算需要多少年才会上涨的心情都不会有了。

这个模型还无法精确预测明年或后年是否上涨。像很多研究显示的那样，股票价格在一两年内的变化很随机。即使是在长期熊市中，市场在一半的时间里依然在上涨。这篇年龄结构的文章告诉我们，在接下来的15～20年里，平均市盈率将会单边下跌。这意味着股市可能经历长时间的单边下跌行情，直到市盈率回归到均值为止，也可能通过暴跌来实现市盈率回归均值。

在本书的其他章节里，我指出市场在熊市中有可能因为未来经济衰退而下跌。未来15年内发生几次衰退的假设很合理，因此一个长期的、令人沮丧的长期熊市是可以预见的。这对于指数基金的投资者和那种“买入—持有”式的投资者来说，可不是一件好事。但对于那些聪明的投资者和愿意跳出“买入—持有”的模式、爱思考的投资者来说，未来的熊市仍然有很多机遇。

现在让我们来了解一个伟大的投资经理对泡沫的分析，以及“买入—持有”的信徒们是如何曲解统计数据以支持他们的案例的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

历史趋势和股市信仰



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在1964年末至1981年末的17年间，道琼斯工业平均指数只上涨了0.1%（图2—1）。而在接下来的牛市中，从1982年的875点开始上涨，2000年3月份到达顶点11 723点。其涨幅超过1239%，或13倍（图2—2）。

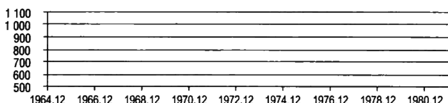


图2—1　道琼斯工业平均指数，1964.12—1981.12

资料来源：雅鹿网站金融板块的粗略数据。

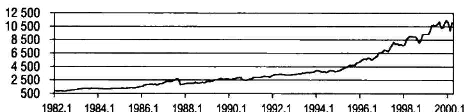


图2—2　道琼斯工业平均指数，1982.1—2000.3

资料来源：雅鹿网站金融板块的粗略数据。

我们都知道第一阶段的熊市多么难熬，这期间发生了三次经济衰退、石油危机、越南战争、滞胀、“漂亮50”（Nifty Fifty，20世纪70年代美国股市的50个高成长型股票）的崩溃、水门事件，短期利率上涨到18%，黄金的价格涨到800美元，以及高通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“门前尽是坏消息”，似乎是那个阶段的主旋律。

而随后发生的事情却是：税率减免与低利率引发了市场与经济的繁荣。电脑进入个人生活，提高了生产率。在这个阶段的后期，甚至艾伦·格林斯潘也在夸赞科技引导生产力增长的美好之处。通货膨胀变得不再重要，房屋贷款利率的降速与房地产升值的速度一样快。互联网带来了新的通向成功的捷径。世界和平呼之欲出，政府财政预算开始有盈余。

如果我们假设实体经济在熊市阶段表现很差，而在牛市阶段表现喜人，似乎合情合理，不是吗？

你可能也这样想，但现实却并非如此。1964—1981年间，GDP实际上增长了373%。而在1982—2000年间，GDP只增长了196%，只是前一段时间的一半（图2—3）。

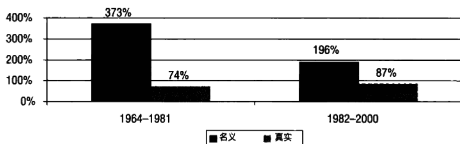


图2—3　GDP增长，1982.1—2000.3

即使是略去通货膨胀的影响，这两个阶段的经济增速依然基本持平。在第一阶段的17年间，GDP的真实增长为74%，而在第二阶段的18年间，GDP的真实增长稍稍上升至87%。然而，如果考虑到通货膨胀因素，在1966年以“买入—持有”策略买入的道琼斯股票，到1982年是没有任何回报的；还要再等10年，即1992年，回报才基本与通货膨胀持平。

如果你听从那些顾问和分析师的建议，你一定会买入股票，因为美国的经济在增长，至少是已经开始增长了。他们说：“不跟随美国经济的趋势是个坏主意。”

假如实体经济是股票价格的主要驱动力，那上述的策略倒也不至于太差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劲。但现实却是，从20世纪30年代末到50年代，美国的经济几乎翻了一番，而股票价格却几乎是二十年如一日的没有变化。

一个比较合理的解读股市和实体经济之间联系的分析显示：经济衰退前期或正当衰退时，股市会趋向于下跌；但下跌后的股市，却不一定能在经济衰退期结束后冲向新高。

普通投资者总是被劝说去做长线投资。“我们很难精确把握市场”，成为证券基金经理的口头禅。其实他们自己也会通过疯狂的买入或卖出以改善业绩表现。然而，哪怕专业投资者的客户流失率要远高于普通投资者，他们也会找出很多研究报告，显示做长线投资的回报表现会更好。

我认为绝大部分的此类研究很具有误导性，而且可能已经对退休人群的退休后生活造成了危害。现实情况是，传统的资金管理者所给出的建议，在熊市中恰恰是错误建议。

长期的熊市

主流观点所定义的熊市，是指股市下跌了20%或更多的时候。然而要想精准把握熊市，却异常困难。在最近18年的牛市中，股市多次下跌了20%或更多（例如1987年和1998年），只不过下跌之后，股市甚至反弹得更高。投资者会因为有耐心而获得回报，一些人甚至对巨幅的波动习以为常。他们的投资顾问，以及所认购的证券基金的基金经理总是在说，下一个高点就在前方。每一次下跌都是一个买点。上市公司也都拿出更加光鲜亮丽的收益预期，以支撑越来越高的估值。



然而一切都在2000年的第一季度曲终人散。股市在之后的三年里几乎一泻千里。但在作为卖方（称他们为“卖方”是指那些公司或基金希望你认购他们的投资产品或资产管理产品，因而投资者也被称为“买方”）的投资团体那儿，你是想象不到会有这样的事情发生的。

即使在过去三年里股市蒸发了7万亿美金，每一次新低都被看成是底部，这时经纪人和基金经理又会找出更多的借口，让你现在就拿出身上所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的钱投资给他们。他们说，熊市不会永远持续下去的（当然这种说法也正确）。实体经济已经摆脱衰退，正在全速增长（正确），所以，在股市下一轮大幅上涨之前（这就不能肯定了），你最好今天就进入市场吧（如果买入他们正在销售的投资产品就再恰当不过了）。

在20世纪八九十年代，留在股市中是很正确。但在1966—1981年间，事情可不是这样的。在2003年，这样的策略是合适的，但在2000—2002年又不适用了。那怎样的策略才适合今天呢?

在这本书里，我提到两个概念：“长期熊市”和“长期牛市”。这两个用语与信仰无关（尽管有些人是牛市的追随者，或献出了很多钱以期牛市能够来临）。

在拉丁语中，一段时期或一个时代被称为“saeculum”。当经济学家用到长期（secular）这个词时，他们想表达的通常是一个比较长的时段，类似于我们通常认为“一代人”（generations）的概念，是指生活着的人们。科林斯英语词典对“secular”的解释是很长一段持续性的时间，或慢慢发生的一段很长的时间，也可以用于天文学的计时。

如果从1800年开始算起，传统的分析认为股市到现在分别经历了7次长期的牛市和熊市（图2—4）。在熊市中的平均真实回报率是0.3%（熊市中投资者仍然有股息），而在牛市中的平均回报率则可以达到13.2%。

熊市和牛市的平均回报的均值是6.7%，与伊博森（和其他人的）研究成果所显示的股市长线投资的回报相同，这绝非偶然。熊市平均持续14年，而牛市平均持续15年。一个完整的包含牛熊市的股市周期平均为28年。

如果你在一个长期熊市中持续投资十年，尤其是在熊市开始的时候投资，你在这十年里的所获得的回报率很有可能接近零，这还包括了以历史均值计算的4%～5%的股息发放。由于现在的股息发放普遍低于2%，如果现在的熊市持续10年，留在股市中的投资者将会更加悲催。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

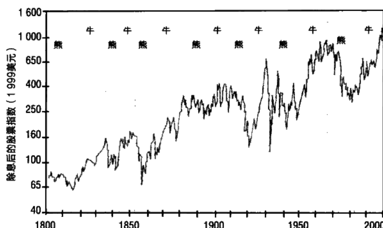


图2—4 除息后的股票指数（常值美元），1802—1999年

资料来源：迈克尔·A·亚历山大，《股票周期：为什么未来20年里股市的表现不如货币市场》，林肯，我的宇宙出版社，2000，第37页。

在每一个长期牛市或长期熊市中，都会出现小牛市或小熊市。这些小的牛熊市所持续的时间通常很短，但波动却依然显著。在一个长期牛市中，市场波动的低点都不会低于前一个熊市的低点，但却会屡创新高。而长期熊市则恰好相反，股市在还没有到达前一个高点时就开始回落，一直下跌到比前一个低点还要低的位置。

瞎蒙与骑墙

在长期牛市中，通过顺势投资、轮动投资以及其他期望能在上升的股市中获利的一系列投资策略来买入并持有股票，都非常有效。瞎蒙派与骑墙派投资经理可以在牛市中赚钱，这是因为他们在顺势而为。

在长期熊市中，依靠这些策略获利却变得难上加难。我追踪了一些在20世纪90年代活跃的、取得惊人且稳定回报的经理人，现在大都很沮丧地拿着很少的回报或负回报。在90年代，很多经理人利用巧妙的策略非常成功地以低风险的方式战胜了市场。

可惜，这些人现在依然在减少风险，但很显然，他们需要一个牛市来为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者争取收益。如今做得好的经理人仍属少数。

强调相对回报的策略在牛市中很吃香，但在熊市中这种策略具有毁灭性。在熊市中，你的投资组合要放在强调绝对回报以及风险控制的位置上。

债券、股息、盈利型伙伴关系、一些对冲策略以及备兑看涨期权是能获得绝对回报的策略。这些策略会让你每年的收益率达到10%~15%吗？不一定，但这些策略将会在股市下跌或盘整时表现出色。

在熊市中如何选股，非常考验投资者的技巧。我确信未来几年里，会有很多股票涨幅高达100%。但同样也会有非常多的股票的跌幅超过50%。投资者应该做出聪明的选择（在16~18章中，我将会给出选股的技巧）。

怎样才能知道我们是不是处在熊市中呢？很不幸，目前还没有一个指标能够给出确切的答案。

为了得出统计学上更显著的结果，我们需要有大量的、带有指标性的“关键数据”，让我们能够确切地定位牛市或者熊市。就像只访问了十个人的调查是无意义的，而随机访问数千人的调查的可信度会高很多。因为我们在过去的200年间只经历过七次完整的股市周期，我们真的没有足够的数据来得出确切的指标。

但我们也不是对此完全没有头绪。如果你整理已有的研究成果，会发现尽管每项研究都是从不同的角度来预测股市未来走势，但研究结果都指向了一个相似的结论：我们目前正处在长期熊市中。

我们将会在稍后的章节里分析这些研究结果：罗伯特·希勒在《非理性繁荣》里所提及的股价与收益之间的传统观点；美国国家经济研究所关于经济增长和收益间关系的研究；迈克尔·亚历山大在《股票周期》里对股票长期波动周期的分析；罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）对风险波动的分析；杰瑞米·葛兰森（Jeremy Grantham）对趋势的看法；埃德·伊斯特林(Ed Easterling)对市场周期的极其重要的研究；阿诺特和卡斯赛尔斯（Casscells）在人口统计学上所付出的努力；沃伦·巴菲特（Warren Buffett）给股东的信；史蒂芬·罗奇（Stephen Roach）以及他在摩根士丹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的团队在货币及经济方面的研究；诸如此类。

以上多数研究是非常主流的研究，是在没有交易的压力和负担下做出的。还要指出的是，他们中间没有一个人靠卖出长仓股票或证券基金来养家糊口。所有的研究都指出美国股市在未来相当长的时间里的表现，会逊于回报率只有2%的货币市场基金。

历史大势无可阻挡

你可能收到过来自各种各样的投资机构的简报所提出的投资股市的建议。这些投递过来的资讯总是告诉你，即使是在长期熊市开始的那一年（例如1966年或1974年）中的股市表现最坏的那一天入场，你的所得也会比仅仅只在1982年入场的人的表现更好，即使这个人在每一年股市表现优异的时候入场，结果也是如此。

因此，他们推导出，你应该做长线投资，不要去在意股市短期的起伏。但是，我们不会永远活着，尤其是在婴儿潮时期出生的这一代人，会在接下来几年，而不是30年后，就需要更多地考虑钱的事情。

如果你从1966年开始，就将你的钱投放到货币市场，或是我们稍后将会提到的、绝对收益比货币市场表现要好一点的其他市场里，然后在20世纪70年代末（远在股市上涨之前）换手，那今天你的收益将远远超过那些盲目投资股市的人。



你能够精准把握熊市和牛市的时机吗？我认为大体来讲是可以。精确到某一天或某一个月的可能性不大，但精确到年或相似的时长，还是合理的。而这种简单的、不太精确的范围，不运用何种投资策略，都会为投资者带来巨大的优势。

在这次熊市的后期，你将会看到很多研究和分析报告声称熊市已经见底，此刻就是买点。显然整个2003年都充斥着类似的预言。

这些研究报告大体是基于实体经济的潜在增长，得出上市公司的收益会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随之提高，最终推导出股市将会回升。

别被误导了。因为收益的提高、经济的增长与股市的上涨三者之间没有那种一对一的关系。即使在经济增长和收益提高的时期，也有可能会出现熊市。这种情况在历史上曾多次出现。

2000年8月，我发表文章深度解析了美联储纽约分行在1996年发表的一篇关于收益曲线的反转（当短期利率高于长期利率时），是最有可能预先提示经济衰退的指示因子的文章。收益曲线反转后一年左右，就有可能发生经济衰退。

在经济衰退期，股市的平均跌幅为43%，因此我发出警告说当下（2000年8月）可能是退出市场的恰当时机。后来美联储在2001年1月股市下跌后，开始调低利率，我记得那时有很多评论员提示大家可以进场了。接二连三的研究报告在谈论有多少多少的股票在美联储降低利率后开始走高。

我写过一系列的关于美联储和历史大势的文章。如果你相信美联储可以将我们从经济衰退中拯救出来，你可能是多头。如果你相信历史才是赢家，那你就应该站在场外。我赌后者会赢。时间证明我是对的，历史是势不可挡、战无不胜的。

信仰与历史趋势

今天，我们又在做挣扎。我认为历史明确地显示我们至少还要在长期熊市里待上7~10年。我们能够追溯到的最短的熊市是8年。我们刚刚结束历史上最大的牛市，因此很难想像只用几年时间就可以摆脱大牛市所带来的暴跌。

在这样的市场中投资需要有信念。你不得不忽略股票的高价位、会计风波、泥潭深陷的经济，以及所有与长期熊市相关的问题。你不得不相信，股市两百年来的趋势图变得没有参考价值了。你得抱着我们身在一个新经济时代的想法。你必须坚信，这一次，事情真的不一样。

这不是说你不可能在市场中赚钱。非常熟练的股票分析师可能会获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不错的收益。但大多数投资者是亏损的。这包括那些养老基金，它们通常在股票上分配了七八成的投资。只因为某只股票的价格足够便宜而买它是不够的。环球电讯和世通公司的股票在两年前够低吧，现在更低了。

如果你不死抱着这些观念，那就应忽略上面所提到的事情，将投资当作翻本的机会。就跟在拉斯维加斯赌博一样，小部分人会赢钱，但大部分人会输钱。在长期熊市里投资就像赌博，赢的机会很少。

历史数据显示，如今的股市不是长期处于下降通道内，就是通过长时间的盘整，以等待股价的回归。

股市总会回归正常走势，因为市场除了是均值回归的机器以外，其他什么都不是。按以前的逻辑，我们现在的行情就意味着股价将要暴跌，尤其是在临近前一次泡沫的高位时，让我们拭目以待。

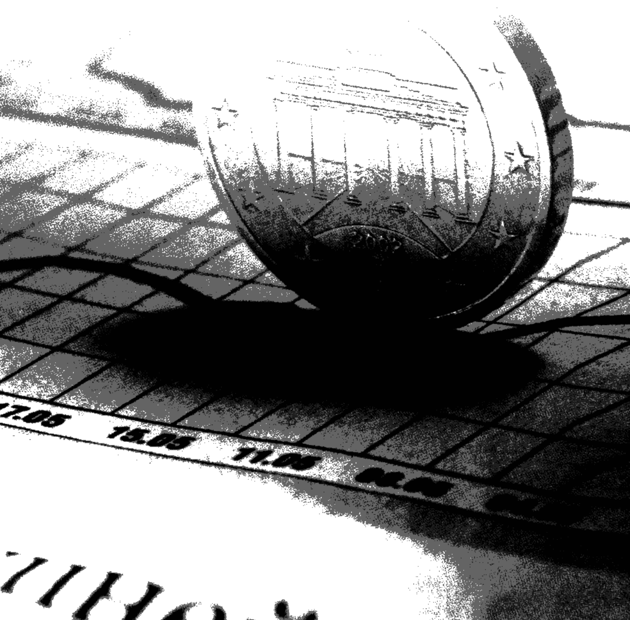
我们现在来学习一些观点各异的研究和分析报告，这些报告会让我们得出我们身处长期熊市的结论。只有先了解风向，你才能扬帆起航。你将会学到如何在投资时获得成功，你会了解世界上的投资技巧远比简单的“买入—持有”指数基金要多得多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

与趋势为伍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



杰瑞米·葛兰森（Jeremy Grantham）是一位备受人尊敬的资产管理人、分析师，是投资界的大腕。他的葛梅范投资公司（Grantham，Mayo，Van Otterloo Advisors）截止2004年管理着高达540亿美元的资产。葛兰森是资深的价值投资者，在1998年和1999年，通过计算，他认定股票价值已被高估，因此带着客户退出了股市。

葛兰森的投资哲学，是每种投资类别的价值在长期来看总会回归到均值。因此，他会从一些被高估的资产类别中退出，选择和买入一些被低估的资产类别。有些资产类别要经过很长时间，才能从低点回归到原来的走势，如果你有足够的时间和耐心，这种投资风格就很容易获得成功。葛兰森就是简单地通过历史经验来从事长线投资，从而获得了巨大的成功。

作为历史趋势的追随者，我很欣赏这种投资手法，因为这样能够捕捉和利用市场的长期趋势。你可能在细节上把握得不是很准确，例如在股市见顶前未离场，或者在股市见底前就入场了。但时间和你付出的耐心会见证你的回报。

我们下面将了解一下葛兰森与当今市场有关的三个洞见。第一个可从他2001年发表在《巴伦周刊》的一篇文章中找到，第二个出现在他与《股史风云话投资》的作者、“买入—持有”理论的支持者的杰瑞米·西格尔（Jeremy Siegel）（耶鲁大学教授）的辩论中（我们也将分析西格尔的观点），最后我们学习一下葛兰森近期对股市的一些思考。

在接受《巴伦周刊》的采访时，葛兰森说他的公司收集了所有能找得到的资料，包括股票、债券、大宗商品和货币，来研究市场泡沫——他们一共发现28次泡沫。他们对泡沫的选择标准是“四十年一遇且统计学意义上严重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超出正常值”，两者须同时具备。葛兰森说：“这28次泡沫，最终都回调到了正常值，在历史的长河中没有例外，一个都没有。今天的美国股市，市盈率约为26倍，仍然在泡沫中。”

我想要再次强调的是：泡沫和市场，毫无例外地都会回归到常态。

接着他将研究了近期的股市泡沫，发现股市的长期平均市盈率在14倍左右。而在“9·11”事件之前的一段时间，他认为由于当时的世界被认为很安全，市场的市盈率应回归到17.5倍左右，这远高于历史均值。他认为即便股市将会下跌，也会表现得优雅缓慢。

如果市盈率如葛兰森所说，缓慢优雅地走低，那就意味着十年之后的股市基本会与目前的水平相似，历史走势已经证明了这一点。实际上，希勒的《非理性繁荣》阐述的正是这个观点。希勒指出，股市在过去几年的高市盈率是前所未见的，很难想象这样的高市盈率会在接下来的十年里为“买入—持有”指数基金的投资者带来任何回报。从历史角度来讲，情况基本如此。

葛兰森认为：即使股市如他所料，在2001年已经下跌了很多，但我们仍然处在泡沫之中。

大熊市走得不慌不忙。从1929年开始的熊市一路走了17年，终于迎来了为期20年的牛市，而1965年开始的17年期的熊市之后，是18年的牛市。如今的熊市怎么可能只有一年呢？这听起来可不相称。熊市应该会持续一段时间。我们认为从现在算起，十年后，除去通胀后的股市回报率将是负50个基点（每个基点表示0.01%）。除去通胀的影响是为了消除变动因素，让结果可以相互比较。股市周期或泡沫的破灭会直接摧毁人们心中的快乐感，大家变得很小心翼翼地对待工作。我曾经与那些在股市中铩羽而归的老人聊过，我想大概95%的人，在经历过一次危机过后，就再也不会投资类似的资产了。

美国著名经济学家、政经评论家、电视节目主持人本·斯坦(Ben Stein)，同时也是非常值得一读的《是的，你可以预测市场！》的作者之一，曾说过这样一段话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名的投资心理学家菲利普·德姆斯（Philip Demuth）用一种发人深思的方式表达了他的看法。他认为，那些在科技股股灾中损失惨重的人通常不会出售他们的股票，因为这样一来就等于承认他们曾经愚蠢的在科技股泡沫中站错了队。不仅如此，假如他们斩仓止损卖出的股票奇迹般反弹时，他们想自杀的心都有了。他们沉溺于担心再次出错和拒绝承认泡沫已经破灭的复杂心理之中，不愿出售股票。因为恐惧或单纯的自欺欺人，投资者抱有一丝希望而继续买进。像罗伊·阿什（Roy Ash）很久前告诉我的一样——持有也类似于买进，他们都希望股市能停留在偏离历史均值的惊人的高位。只要市场回归均值的法则还有效，股价永远停留在高位，就是不可能出现的结果[1]。这样的想法风险极高，这样的投资者（也包括我），可能会更痛苦。

葛兰森认为现在还有一些很好的投资机会。他喜欢债券、房地产投资信托基金（Real estate investment trusts，REITs）、木材、对冲基金、价值型股票以及新兴市场。

葛兰森的观点与赫斯曼投资咨询顾问公司（Hussman Econometrics）的一项研究结果不谋而合。这家公司的研究结果显示，在过去40年间，标准普尔指数的收益平均年增长率在5.7%（包括通货膨胀）。这些研究者认为，即使关于新时代的预言会变成现实——也就是说，即使虚拟生产力化作真实的经济增长——在这个竞争激烈的社会，也没有理由期待收益增长率在将来会变得更高。

那么未来到底会怎样？结论是，股市在下一个十年里不再会出现15%的增长率，赫斯曼的研究团队表示，“较有可能出现的情况是：收益在10～20年间的长期平均年增长率仍然为5.7%，直到实际市盈率达到15倍左右……十年后的股市，价格会比现在的股市还低13%。算上股息，十年后我们的总回报很有可能为零。”

赫斯曼的研究团队不否认，情况也可能会更糟糕。1965—1982年间的股市总回报是负20%。“如果你趋向于长线投资，”他们接着说，“想在一个趋向于零回报的市场里获得9%的回报，简直就是奢望。”

① 译注：指期望股市停留在偏离历史均值的高位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去两年里，我曾被邀请在美国全国捐赠基金研讨会上做演讲，发表对未来经济和市场的看法。有趣的是，2002年初，当我在这个会议上说即使实体经济表现尚可，但股市仍将连续三年下跌时，不出预料地受到一些养老金/投资顾问的指责。"你应该，"我记得一位顾问来到我跟前说，"将成长型大盘股的占比提高到22%。"当这个家伙列出他们的大客户清单和基金本身的高贵血统时，我觉得自己像一个穴居熊一样，是被带出来给大家逗趣的。这样一家有着很多分析师和经济学博士的大公司怎么会失误呢？但我注意到，2003年的研讨会上他们没有再这样无理取闹了。也许是因为2002年他们输掉了客户20%的资金。当然，2003年他们又赚了一笔，不过，听从投资顾问的建议，他们能够安然度过下一次的下跌。

投资委员会的投资决定

如果你一直遭受投资困扰，可以想想公益基金和养老基金的平均收益，也许会获得些许安慰。这些基金由投资委员会运行，他们聘请投资顾问为如何分配投资提供建议。这些投资顾问通常都是马后炮，他们用大量的图向你论证：只要利用长线投资，一切都会很好。他们拿出知名度高的伊博森的研究来证明自己的观点，还告诉你混合各种股票的投资结果会是怎样。他们的基本观点是，你要一直留在市场里。他们从始至终只是对分散投资做些小修小补，所给的建议无非是长线投资。在很多方面，他们比较像典型的经纪人，有所不同的是他们的交易额非常大。

公益基金被迫向投资顾问支付越来越多的钱，因为咨询费很贵。然而他们所管理的基金却一直在缩水。会议中也有一些恐慌的受托人，他们对那些投资建议比较警惕。毫无意外的，那些愿意打破陈规的投资顾问很愿意去聆听。同样也有很多投资顾问曾经为他们的客户带来好的收益。[②]

担当风险，可能被炒鱿鱼

北卡罗来纳大学的马克·尤斯克（Mark Yusko）在会议上提出了一些有关咨询顾问的有趣观点。首先，他注意到绝大部分的顾问和投资经理有强

② 如果你是公益基金或养老基金的负责人，可以写信给我，我会给你一些建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烈的回避风险的动机，而风险的定义在这里是：给出不同于其他顾问的建议。如果你给出了不同的建议，而这建议最终被证明是错误的，你会失去工作。但如果你与其他顾问的步调保持一致，出错时你可以把责任推给市场，并且可以推说大家也都犯了同样的错误；这样你就能保住饭碗。

这种观点后来被葛兰森证实了。如前所述，他在1998年和1999年（或更早）曾带领他的客户离开股市，因为他通过计算，确信传统股市的股票价值已经被高估。

他说，他在那个阶段差不多丢掉了40%的客户，这个数目可是相当大的，那个时候葛兰森管理着大约200亿美元的资产。他的那些大型养老基金客户要求他跟上其他投资者的节奏，但他坚持自己的见解拒绝了。现在这些基金很后悔当时背弃了葛兰森，因为后来他以绝对的优势获得了胜利。作为回报，他管理的资金升到了540亿美金。

在泡沫的最后阶段丢掉了那么多单生意，该有多痛苦啊。这也显示了葛兰森坚持自己价值信仰的态度：就算减少收益也在所不惜。而那些留下来的客户也值得钦佩，在别人都参与狂炒互联网泡沫时，置身于市场之外是非常困难的。我记得好像有报道说连巴菲特都未能幸免。

当然也有一些很出色的公益基金、养老基金，以及投资顾问，在目前的市场中表现得很好。他们对风险的态度更趋于保守，如今获得了好的收益。但他们只是少数。



其次，我认为尤斯克的另一个有趣的观点是：投资组合的表现，有85%是依靠资产的合理配置，只有15%来源于恰当的选股。这听上去很合理，也与布兰森（Brinson）、霍德（Hood）、比鲍尔（Beebower）之前的一项研究结果类似。他的意思是，对于大型（或普通的）投资机构来说，如何分配投资组合中的资产类别相对来说更重要。房地产的投资比重是多少？黄金、债券、股票以及对冲基金的比重呢？而选股技巧对提高投资组合表现的作用则不明显。因为大基金通常需要买入那些可以体现股市基本面的大型蓝筹股。

对于小投资者来说，虽然选一个好的股票对其投资组合的表现有非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的影响，但上述的观点还是有效的。如果股票在你的投资组合中占主导地位，你对市场的反应会很敏感：假如你持有的股票上涨，你的投资表现就会很好；但如果你手中的股票下跌了，结果可能会很糟糕。投资组合里每个特定的资产类别的比重，会很大程度上影响你的投资回报。

多头与空头：西格尔VS葛兰森

2002年研讨会的亮点是一直看多市场的沃顿商学院教授杰瑞米·西格尔与暂时看空美国股市的葛兰森之间的较量。在西格尔的“买入—持有”投资宝典《股史风云话投资》中，他指出在过去很多年里，股市在去除通胀后的回报率为6%～7%左右（他的图表，不是我的），这远比债券的回报率高。所以你应该忽略掉股市的起落，一直留在那里。西格尔假定你会花心思选股，这个假设的前提是你必须拥有这些股票，而指数基金是具有分散投资性质的明智之选。

值得赞扬的是，他在2002年3月份为《华尔街日报》写了一篇非常有先见之明的，认为纳斯达克股价过高的文章——《糟糕的赌注》（*A Sucker's Bet*）。他写道，在大盘股的市盈率高达100倍时，没有投资者能够在长线投资里获得收益。他当时列出了符合这个条件的9只股票（如思科，雅虎，美国在线等）。

对西格尔来说，每一个时间点都可以是买点。他认为按目前的市值，股市在接下来的十年里会以6%～7%的速度上涨，然后创出新高，因此你现在应该持有股票。按7%的速度增长，说明股市在10年后将会翻倍。西格尔持这样的观点是因为他的研究表明，在股市下跌40%之后，接下来的5年期实际平均回报率为8.6%，而且不会出现负的回报率。

此外，西格尔认为如果根据他对“价值”的定义来计算，股市是被低估的。你不应太介意这一年的收益。想要了解真实的情况，他坚持应该去看5年期的平均收益。这种计算方法将现阶段的市盈率降低到17.4倍。然后他断言，由于现在的股市更具流动性，经济危机也不会在发生，投资者变得比过去更聪明了，因此股市不会跌到历史平均市盈率14.6倍之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越来越聪明的投资者能够接受未来的市盈率大约为20倍多一点。

然后他说新的标准普尔核心收益标准，会让投资者更加放心（详情请见第八章关于收益的详细解释）。标准普尔的数据显示，在减除期权费用、养老支出和其它的实际支出后，标准普尔500指数在2002年的真实核心往绩收益大约为23.75美元，并非企业为获得投资者认可而报出的45美元。西格尔发表演说的时候，标准普尔500的真实核心收益是20.79美元。12个月后，也就是我写这本书时的2003年12月份，核心收益增至42美元，这意味着市盈率达到27倍，此时的标准普尔指数为1139。

即使我们假设股市的市盈率最终回归到22倍，股市仍然像2004年2月一样被高估了。但西格尔还是会建议买进股票，因为他认为收益会继续走高。公正而言，西格尔发表演说后，市场确实与收益同步走高。但是，如同我们在第五章和第六章看到的，我们现在大大偏离于历史平均水平。你只有假设“这次与以前大不相同”，才能够相信市场的调整不会发生。

数据的美化

我们再来分析西格尔核心主张中的漏洞。第一问：为什么我们要采用五年期的营业收益（operating earnings）？坦率地说，我们现在都知道大部分的营业收益都是扣除利息和各种营业费用（包括巨额的广告支出）前的收益（Earnings before interest and hype，EBIH）。在后面的章节你将了解到，我们所说的这个营收数据，要比真实核心收益高出30%左右。实际收益才是最重要的，西格尔自己也承认市场逐渐开始以标准普尔500作为评估收益的黄金准则。



按照标准普尔核心往绩收益推算，当下的市盈率应为27倍左右。而利用五年期标准普尔平均核心收益来计算，市盈率为35倍左右。如果西格尔“现在的投资者已经聪明地认识到市盈率应该在20倍以上”的观点是对的，就意味着市场要比他预计的价格水平（27倍）要高三分之一左右，向下的空间也随之变大。假如说股市回到历史均值（17.4倍），跌幅可能会在50%左右。如果像通常一样，跌到均值以下，市场可能会发生一次严重的调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西格尔采用的假设是收益增长会超过GDP和通胀之和。然而，他没有给出证据来证明收益能够在多年里如此戏剧化地增加。标准普尔500指数涵盖的那些公司，也只在交易活跃的增长年份才会有15%～20%的增长率。我们现在的实际经济更差强人意，因此想要达到15%～20%的增长率很困难。第八章我们会讲到，标准普尔500指数的收益增长速度在1988—2003年的15年间，减少了4%。这与15%的增长率相差的可不是一星半点。

为什么选择西格尔这样的优秀研究者和公认的好人来批判呢？因为我们身边总是围绕着类似的预测，从各个角落传过来。过分美化的假设会误导投资者，在未来产生麻烦。

那些大忽悠们

我之所以要审视西格尔的观点，是因为市场内总有一些忽悠分子和"买入—持有"理论的拥护者们时常歪曲和利用西格尔的观点，证明他们的论调的正确性。如果一些数据与你的想法不相符，那就去找一些与之相符的其它数据。如果目前的市盈率不能解释问题，那就创造一个五年期的、经过数据平滑处理的比率，或用前些年曾出现过、但多年都无法重现的收益率来解释。他们不愿告诉读者，在经济衰退后，公司的收益通常需要5～6年的时间才能创造新高；更别提即便在景气的年份，收益的增长仅仅能勉强赶上通货膨胀！

市场可以决定从此时开始拉升，并且不会回调吗？当然可以，一切皆有可能。但历史的经验说明，就像葛兰森现在告诉我们的一样，这种情况其实很难发生。

葛兰森紧接着西格尔发表演讲，一开始他就给自己的演讲定了基调："投资者不聪明。"

葛兰森并非一直是空方。他只是在投资产品里寻找低于均值的产品，然后买入，在这些产品回归到均值以上的时候卖出。有时候他买入的时机过早，有时候卖出的时机也过早，但他深信市场终将回归趋势均值。就像我多次提到的一样，市场是一个均值回归的机器。葛兰森是对的。**市场终将回归趋势均值。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我简单复述一下本章开头提到的葛兰森的理念，这些理念对于你把握如何在目前的市场条件下来投资很有重要。

葛兰森向我们展示了他从对泡沫的研究中得到的启示。他曾经研究过所有能够找到的有关泡沫的数据。这些研究追溯到很久之前的股市、债券、大宗商品以及货币的泡沫。他找到了28次泡沫，他对泡沫的筛选标准是“四十年一遇，且统计学意义上严重超出正常值”。这28次泡沫最终都回调到了正常值，在历史的长河中没有例外，一个都没有。接着他又说道，今天广阔的美国股市，就像2001年的股市一样，仍然在泡沫中，因为股市还没有回归到均值。

- **再次强调：泡沫和股市，终将回归均值。没有例外。**

葛兰森发现，大部分的市场和泡沫不仅仅会回归均值，它们会继续下跌，跌到均值以下。

对于美国市场的走势，葛兰森提供了四种计算标准。根据股息率来计算，市场被高估了50%。以托宾的Q值（Tobin's Q，是用来计算股价和公司资产重置成本的比率）这一长期指标衡量，市场高出大约31%。按股价的十年期平均实际收益来计算，股市被高估了31%。而如果将市场价值对比国民生产总值（GNP），市场需要下跌45%才能回归均值。注意，这些数据显示的是2002年底的情况，2004年第一季度的数据更糟糕。



市盈率的趋势线稍稍低于15倍。葛兰森认为市场的市盈率会逐渐上升到17.5倍左右，因为他也认为现在的市场更具流动性，也很安全。而这也意味着，市场需要经过充分的下跌才会回到均值。跌多少，则是由核心收益、预计收益、将来或往绩收益说了算。但这些数据都在说明市场深度调整的必要性。

考虑到葛兰森使用的是十年期平均实际收益，而非西格尔所用的官方公布的五年期收益。十年期的时间跨度减少了2001年之前的四年的高收益的影响，因此得出的数据结果，不是那种为了迎合某些期望结果而设的曲线拟合。

对于西格尔和那些忽悠分子来说，如果他们希望保证其可信度的话，寻找一些方法来证明股市处在一个恰当的价格是很重要的，像葛兰森接下来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据所显示的那样，如果你找不到理由支持股价是适中的，在逻辑层面上，你就可能会被迫接受股市是被高估的，将被回调的观点。

未来的股市回报

葛兰森将历史上的市盈率分为五个不同的级别，或五个组别：第一级（或组别），代表的是历史上股价最低（市盈率最低）的20%的年份，而在第五级，则代表的是历史上股价最高的20%的年份，依此类推。

大体来看，你认为在这些级别之后的十年期的回报会是怎样呢？有意思的是，紧接着第一、二级，或股价最便宜的时期之后的十年期回报率为：11%。这就是说，当股票价格低廉的时候，你在未来十年里可以获得的回报大约是10%。而在第五级，也就是股价最昂贵的时期之后的十年期回报为零。见图3—1。

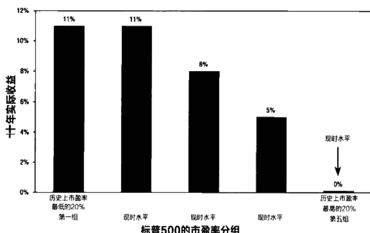


图3—1　市场平均市盈率组别和10年收益预测

资料来源：GMO投资公司，标准普尔指数。数据年份：1925—2001年。

我们现在所处的时刻，很适合被划分到股价最昂贵的时期。

这些数据符合早前提到的、耶鲁大学希勒教授给出的数据。这些数据很流行，所有人包括那些忽悠分子都知道它的存在。为了忽略它，他们需要说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服大家为什么“此刻与平时不同”。

如果西格尔打算做出股市在接下来十年的回报在6%～7%的预测，正如他已经做出这样的预测一样，他首先需要证明，目前股市的价格在第二级和第三级之间——或者是投资者开始或多或少地开始看好股市，让股市筑底。他通过创造一个五年期平滑的收益均值，试图来表明目前股市的价格是适中的。然后他争辩说，现在，投资者变得更聪明了，因此不会再重复过去长期熊市里才出现的行为——让股价超跌。

可是问题在于，长期熊市里股票的平均跌幅超过50%，这也是股票被严重低估的原因。在那种情况下，股市的下跌不会止步于均值，它往往要跌得更多。如果西格尔是对的，我们就会在股市见到与以往都不一样的情形。股市在超出长期历史均值的25%的时候就将回调，直到回到均值水平。

在会议上，葛兰森花了不少时间来展示不同的价格模型，所有的模型都得出相同的结果：股市仍有下跌空间。

但这并不意味着葛兰森找不到有价值的投资标的——他只是觉得美国股市没有价值。他喜欢财政部通胀保值债券（TIPS）、房地产投资信托基金、新兴市场债券、中性对冲策略基金，以及从历史的角度来看已经被严重低估的国际小盘股与成长股。他很乐意投资这些市场，也很有耐心，坚信这些资产将会回到历史平均价值并且继续走高，然后他就会卖出这些资产，再继续寻找其他有投资价值的产品。他对木材投资也非常感兴趣，在不同的市场环境下，对木材的投资都获得可观的回报。



另外一件值得关注的事情是，葛兰森展示了在估值过高时，做空投资组合的回报比一个长期做多的投资组合要高2%～4%（根据风险而定）的案例。这件事与我的研究和观察结果相符。这也是我相信一些各具特色的对冲基金投资，将会因来自大众的需求而更加风行的原因。当长期做多的投资组合的回报率在十年里为零时，多空混合投资策略获得的固定绝对收益就很有吸引力，对冲投资组合的魅力会超过证券基金的吸引力。因此，大众也将会有机会投资对冲基金。

葛兰森对2004年的市场的看法如何？手握客户540亿美元的资产，他并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不太愿意投资美国的股市。以下是葛兰森在接受彭博新闻的访谈后，被落基山新闻整理发表的一段话：

股市的这次反弹可能是“历史上最大的熊市反弹”。他说，2005年给股市预备的是一个“黑洞”，“在2004年末，我们会做好充足的准备以迎接接下来的挑战”，“运气好的话，我们会在2005年和2006年可能会血流成河的情形下迅速脱身……市场热衷稳定的增长，低通货膨胀和高收益”，“所有这些事情都意味着回归。股市现在的情况很好。但市场也给了变数足够的空间来与你作对。如果你想赚钱，得选形势不喜人的时候。”③

③ 译注：葛兰森认为这次反弹是历史上最大的熊市反弹，但没预料到这次反弹的时间之长，会到2008年次贷危机爆发时才结束。但是美国的量化宽松政策人为地扭曲了市场走势，这是有史以来政府最大力度干预市场，这可能是他在理论中没有包括的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

抓住下一波行情



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们为了调整投资策略和投资组合，应该对未来的趋势有一定的了解。其实，通过研究过去的股市走势，我们会成为更成功的投资者。迈克尔·亚历山大的《股票周期》精确地预测了股市在2000年至今的走势，同时暗示了2004年和之后的走势。我们从中可以找到一些线索。

先来看一下结论：亚历山大的研究显示，通过过去的股票周期来预测某一个特定年份股票的走势，不能得到一个确定的答案。在统计学意义上，以任意一个时刻作为起点，通过价格波动的单一变量来预测股市，结果是股市上升或下跌的概率相等。即便是在一个长期熊市的周期里，股市有一半时间在上升，可能上升的幅度还相当大。

但股市的长期周期的出现，却不是随机的，而且这样的周期重复的可能性非常大。如你所料，在不同的时间段和不同的市场周期中，所用到的成功的投资策略差别很大。当然，其中秘诀是找到股市当下所处的周期。

股市周期

长期以来，我对股市周期理论，尤其是长波理论持怀疑的态度。长波（或康德拉捷夫波）理论的论点是经济和市场每56～60年轮回一次，周期的改变可以辨认。我完全同意股市中有一些区间看上去有重复性，但对我来说，还没有足够多的数据能从统计学角度加以确认。这个理论很有趣，它会告诉你股市过去的走势和未来的走势，但它没有办法告诉你何时股市会走到哪一点，或告诉你现在股市所处的位置。

或许很多读者和我一样记得，康德拉捷夫长波理论的追随者曾经预测过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪80年代末经济将崩溃。但很明显，悲剧并没有发生。很多分析师想把康德拉捷夫长波理论作为一种可以精确预测的模型，却不去想一想导致股市周期的根本原因何在。

这就像在一个大城市里，我们看到有两个人并肩而行。也许他们是朋友，在一起行走。又或许他们是陌生人，只不过要去同一个地方或者走到下一栋楼时就会分道扬镳。除非你知道他们是谁，将要去哪里，否则仅仅通过他们过去行走的路径就预测未来将要发生的事情，那只能算是简单的猜测。

古代人利用星辰变化制定日历，标注季节、播种时间和气候变化是一回事，而利用星象来预测命运则是另外一回事。一种是具备基础的，另一种则是简单地依赖一些片段的信息，很像股市的分析，没有很大的相关性，或者可以被谋求私利的别有用心者所操纵。

亚历山大所给出的，在我看来，正好填补了联系长波股市波动周期模型与经济基础之间缺失的那个环节。他向我们展示了类似星象的位置与季节之间的逻辑关系。

当然，亚历山大并没有说股市周期会像气象一样可以精确预测。准确地说，他主张当一些基本条件出现的时候，我们就可以看到春天即将来临的讯息。就像你会在春天播种一些农作物和植物，而在冬天播种冬作物一样，在股票周期的不同阶段，会有相应的表现较优的投资策略。以此类推，相对于经济寒冬来说，你的投资组合更容易在经济回暖时获得增长。而且在春天，可供你选择的“植物”的种类也要多很多。

你可以选择在冬天播种适合春季的作物，但还是要等到春天，你才能看到它们生根发芽。而那个播种的冬天，注定是漫长而寒冷的。

为了让我们了解股市目前处在周期中的哪个阶段，亚历山大先描述了股市周期的几种不同类型，然后研究周期发生的原因。

首先，亚历山大用纯粹的统计学方法来分析股市，寻找重复出现的模式。为了便于研究，股市表现优于均值的时期被当做是好的，而表现逊于均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值的时期则被当做是差的。这里面存在什么规律吗？

研究结果显示，他找到的唯一一个在统计学上可信的非随机性的周期是13年。从1800年开始，股市先后经历了15个交替的、包含好的和差的市况的13年周期——即从股票低估，到高估再回到均值的循环。之后一个13年周期，股市没有反转进入下一个循环，而是成为另一个被高估的（恰巧是）13年。2000年在他的模型中刚好处在一个13年周期的顶点。这个模型是可信的，发生随机性变化的概率只有3.9%。

他的数据显示，指数投资者在2000年之后的13年里[①]，获得收益的可能很小。而“买入—持有”的投资者最好去投资货币市场基金，像1929年和1966年那样去做才是正确的。

简单地通过这个统计模型，亚历山大总结说，在未来20年内，投资指数基金的投资者有75%的概率会获得负回报。然而，某一个特定年份的收益则有很大的随机性。即使在一个有泡沫的市场，在12个月的周期内，指数基金的表现优于货币市场基金的可能性，基本上是50%。

“基于当今股市的低利率、高价格，平均来看，货币市场基金在未来5～20年内的表现会比标准普尔500指数要好……在有泡沫的市场里（像今天的股市），长线持有股票，就算持有20年也不能提高成功的概率。”亚历山大在互联网泡沫被吹破前的2000年这样写道。

在这里我要停一下，亚历山大不是在说应该远离股市。他只是强调了一个与本书类似的观点，从现在的市况来看，“买入—持有”指数相关投资产品的做法是无益的。在当下，简单地选择一些传统的证券基金，希望股市上涨而让自己的投资水涨船高的概率并不高。想要成功投资，你需要改变投资策略。

在《股票周期》的第三章里，亚历山大研究了股票史上的牛熊周期。

① 请注意，这个13年周期，并非股市的牛熊周期。准确来说，这是股市表现过好或表现不好的长期趋势，不同于我们稍后在表4-1中或在第五章、第六章的价值模型中所描述的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，他发现，股票在过去200年间的年均真实回报率（减去通货膨胀的影响）为6.8%，真实回报中的三分之二，也就是4.6%来自于股息。剩余的回报与这两百年间的GDP的年实际增长有关。在第八章我们会讨论到美国国家经济研究局的一项关于收益的文章，这篇文章将会为上述数据提供证据——股市的增长不会快于经济的增长。如果股市涨得太高或跌得过低，它必将会回归到正常的估值水平。

但股票价格的波动非常显著。1802年以来，股市一共经历了7次长期熊市和7次长期牛市（表4—1）。这种股票整体性的上涨或下跌会持续8～12年。当然，在长期熊市里会有反弹，长期牛市里也会有回调，但整体而言是持续的上涨或下跌。

表4—1　　　　股市的重复周期

长期熊市			长期牛市		
时间段	持续时间（年）	真实回报	时间段	持续时间（年）	真实回报
1802—1815	13	2.8%	1815—1835	20	9.6%
1835—1843	8	-1.1%	1843—1853	10	12.5%
1853—1861	8	-2.8%	1861—1881	20	11.5%
1881—1896	15	3.7%	1896—1906	10	11.5%
1906—1921	15	-1.9%	1921—1929	8	24.8%
1929—1949	20	1.2%	1949—1966	17	14.1%
1966—1982	16	-1.5%	1982—2000	18	14.8%
总计	95	0.3%	总计	103	13.2%

资料来源：迈克尔·A·亚历山大，《股票周期：为什么未来20年里股市的表现不如货币市场》，林肯，我的宇宙出版社，2000，第38页。

在总计为95年的长期熊市里，如果有人在这期间入市，投资的平均年回报率只有0.3%。而在总计为105年的长期牛市里，投资的年回报率为13.2%。**在任何一个十年期的投资回报，完全决定于投资的起始年份。**股市的从一个高位到另外一个高位的整体周期平均为28年。

有没有什么模型，可以让我们检验所有的周期，来探讨股价剧烈波动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因？在《股市周期》里亚历山大给出了一个新的可以研究股价波动的方法。

他给出了一个股价资源比（Price to Resources Ratio，P/R ratio）的概念。“资源是那些企业主所拥有的、可以创造价值的资源（比如工厂车间，仪器设备，技术知识，工人技能，市场定位等等）。资源本质上是留存收益（Retained Earnings），或者可以说是利润的一部分，可以被用来投资企业以使其继续成长。”

尽管用P/R（类似于市盈率）预估公司或产业的表现并不是很有用，但可用其研究整体市场，我们会得到一个清晰的模式：P/R与牛市一同到达顶峰，同时也在熊市底部开始反弹。

但资源的波动表现得没有收益波动那么不稳定。这可能是由于不同年份之间的收益变化很大，而资源的变化却没这么剧烈。公司管理层会持续地利用手中的资源，并且不断开拓新的资源以期扩大业务，在经济衰退期也不例外。同时，资源会随着时间而积累和叠加。坐拥大量资源的公司更能经得起经济严冬的考验，而恢复起来也更迅速。

收益与资源随着时间的推移，会产生直接的关联。当一个公司或国家的资源不断积累和利用，这个公司或国家会变得更加繁荣，收益也随之增加。如果一个国家（或它的商业）的资源不再增多，已有资源能够产出的利润的能力会逐渐降低，也就是说收益会逐渐减少。

整体的P/R值，是对价值投资者所赋予一个经济体产生效益的能力的估计值。按这样的理解，至少对我来说，P/R值法显得有趣多了。

了解股市的模式

收益常被说成是股价的驱动力。真实收益增长（减除通货膨胀后）在1965—1982年间大致与1982—1999年相似，但我们都知道，标准普尔500指数在这两个时间段里的差别非常明显。标准普尔500指数在第一个阶段里基本没有增长，而在第二个阶段中上涨了1200%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么会是这样？显而易见，投资者如何看待收益的相对价值导致了上述结果。在高通货膨胀时期，以6%～7%的速度增长的收益并不能给人留下深刻印象，但在今天这种低通胀的情形下，这样的数据还是很吸引人的。

"内战之后，通货膨胀产生了两个效果"亚历山大说，"第一，通胀降低了收益对市场价格的影响，结果指数趋于平坦而非向上；第二，美元贬值导致经通胀影响校正后的指数进一步走低，结果是P/R在通货膨胀的熊市周期里，下跌到一个非常低的水平。"②

通胀结束后，你会从前期的收益增长和当下的新收益增长中获利，也为市场带来双重刺激。投资者对收益增长的态度变得很乐观，同时他们会相应地调整对股价的预期。但如我一贯所说，树不会一直长到天上去。因为这200年来，市场的整体上涨速度从未超过GDP的增速。这一点很重要，你应该铭记于心。

如今，我们处在一个人们对收益增长的预期与真实情况不相符的时期。股市一定会回归，这对一些投资人来说可能是一次残酷的调整。亚历山大写道：

现在的情形和1929年很相似。货币的条件与对收益的持续增长的乐观情绪的双重作用，已经影响到指数。这在非常离谱的高市盈率上已经显示出来。我们可以预测，股市的"真实"周期会出现在当下的金融周期之后（之后会详细讲到）。收益的低增长，而非通货膨胀，会导致一个长期熊市的开始。

增长之痛

每个公司的目标都是增加收益，越快越好。前期的投入、或一定水平的资源而获得的利润，称之为收益率（Rate of Return，ROR）。然而，对于任何给定的资源来说，其所能得到的收益率的绝对值和增长率看上去都是有上限的。收益率像市盈率和P/R一样，随着时间而波动。为什么收益率的增

② 请注意亚历山大将美元贬值和股市水平联系起来。我们在之后的章节将讨论为什么在接下来的几年内，美元会继续贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长不像一些公司期望的那样比较稳定呢？为什么收益率没有像那些忽悠分子预测的那样，每年都增长呢？

最有可能的两种原因是：一是企业因为在某一段时间很乐观，产能提高太快或投入太多资源而利用率没有跟上，导致收益率降低；二是公司投资太少，从而导致收益率的增长受限。

公司管理者很难精确预计未来所需要的资源。他们只能尽己之所能，做一些看似聪明的猜测，但最终总是导致资源要么过多、要么不足。

这是一道难题。资源太多的话，无法获得合理的收益。这时你还不能将那些你正在使用的资源重新分配到其它更有生产力的地方。而过少的资源会降低竞争力，或丢失市场份额。更进一步说，激烈的竞争可能会导致在同一市场内的各公司增加产能。结果是，产能过剩，失去了价格上涨的空间。电脑、石油、大豆以及航运等产业就是这样。类似的名单可以列得很长。这就是供需原理，商业周期是存在的。

在电信行业，管理层预测世界会需要大量的光纤电缆。但是现在只有5%不到的新生产出来的光缆被使用。很明显，这个行业的产能过剩。但那些提供光缆制造设备的公司依然认为未来可能仍像过去一样乐观，所以他们建造了很多的工厂以生产更多的设备。这种现象摧毁了整个食物链。



增加产能是20世纪90年代的标志，基本上所有的行业，包括像农业、航运、矿业、零售等成熟的行业都是如此。如今，全球的公司在可拥有的总资源上都进入了一个新的水平。但由于经济和利润的增长不会高于GDP的增长，无论增长率如何，都是建立在庞大的资源之上。

这意味着现在的资源回报率将会比十年之前少，因此收益的增长也会随之下降。

扩张与期望

《股市周期》中最有意义的一幅图表，显示了经济扩张的时间长度与投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者对股市预期之间的联系。如果我们认为经济扩张持续的时间越长，我们就更乐意去购买那些复合收益永远是15%的股票。每当我们处在一个与当下类似的时段中，我们总会被告知，这一次很不一样。

如果复合收益真的永远以15%的速度增长，一个25倍的市盈率也就是合理的了。但收益的增长不会高于GDP，最终收益会回归均值。

重复一下：这是因为我们在一个给定市场或技术上投入（或投资）过多的资源。潜在的利润被分配到太多的资源上，收益增长因此而受损。

长波理论的注解

亚历山大接下来谈到了长波周期。长波理论简单来说就是：在每一个实体经济长波中，会出现两个股市周期。货币政策和事件会导致市场的第一轮牛熊周期；而接下来的类似于收益和实体经济表现等真实事件会带来市场的第二轮牛熊周期。

通过这个理论，亚历山大说到：

这些年来非凡的收益，是由于投资者将未来多年的收益增长提前折现。这意味着，市场相对于实体经济来说，使用了高杠杆的策略……经济扩张的平均年限在20世纪70年代变短……变得比之前或之后都要短。而“接下来的周期”也将会被看成类似于1883—1986年的短暂的商业周期，而非类似于大萧条时期的长周期。较短的扩张会使一个根据未来预期来定价的市场逐渐演变成一个以当下情形来定价的市场，这也将导致市盈率的下滑。即使当时的经济增长表现不错，由于估值的调整，长期的熊市就到来了。当然，我们预计P/R的走势也将如此。

亚历山大所关心的内容与我一样，我在前面提到，长波理论与实体经济之间缺少一个连结。而他不仅找到了两者之间缺失的一个环节，还给出了一些令人激动的有关未来投资的合乎逻辑的结论。

经济学家约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）和格哈德·曼什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Gerhard Mensch）都尝试通过改良和创新，为长波理论建立一套理论基础。而最近哈里·登特（Harry Dent），《沸腾的2000年》的作者，拓展了前面两位经济学家的工作。亚历山大利用登特的术语提出了他自己的新观点。其价值在于观点非常直截了当。如果你同意亚历山大的逻辑，那么你将会得出“我们可以利用两个很大的、独立的周期现象，来表明经济环境的改变对股市周期的影响”的观点。

登特认为创新周期由四个时期组成：初创期、成长期、淘汰期以及成熟期。亚历山大将成熟期的末尾称为经济之巅，此时创新事件对经济的影响被完全释放出来。

基本上，像轧棉机、电话、电力、飞机、电脑等新的进步或技术被发明出来，再经过一段时间的创新之后，是一段飞速增长的“新经济”时期。没有悬念的是，接下来便是产能过剩，很多公司开始经营不善。

在淘汰期，是另一种程序在主导。我们将会发现一项成熟科技的二次创新。获得创新的企业将会在已然成熟的经济之巅到来前进入第二轮成长期。但最终，新技术还是会触及其逻辑与技术上的增长极限，然后被无法避免的经济重力所压垮。在成熟的过程中，技术本身被整体的经济增长所限。这一点，请参考铁路与电力的发展史。



现在我们来解读亚历山大的研究最精华的部分。他认为从16世纪开始，历史上一共经历了9次不同的创新周期。与他的其它研究相似，亚历山大是第一个（我个人认为）提出创新周期与整个经济的价值之间的联系问题的人：创新产业对GDP的增长做出了多大的贡献？

随着时间的推进，创新趋向成熟，新的创新逐渐走上舞台，上演“新经济体”改变世界，然后取代“旧经济体”的一幕。但最终，新兴的事物都将成熟，在更新兴的事物出现后，它们对于经济增长的重要性开始降低。这是一个不断重复的循环，与今天我们见到的情况大同小异，周期和阶段都出奇地相似。

在过去500年里，长波理论和创新周期之间吻合得非常好，它们看上去很有关联。亚历山大注意到，信息经济周期的到来，比创新周期平均的53年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

晚17年。因此，信息经济在20世纪80年代只是开始，远未成熟。如果没有其它原因，这个说法倒是能够解释长波理论在预测20世纪80年代巨大熊市股灾时的失误。

53年或56年周期的长波理论非常神奇，其中的关键在于创新周期，它能够影响实体经济，而那些将康德拉捷夫长波当做预测工具的人就大错特错了。长波理论的作用是帮助我们分析掩盖在实体经济之下的本质，以及创新周期如何影响实体经济。因此，长波理论能够帮助我们在创新结束时做出展望。它可能无法预测到准确的时间点，但大体结果不差。

最后，亚历山大提到登特的推测——泡沫将会一直持续到2007年，这是通过婴儿潮这一代人推算出的："从登特的人口世代排列和相应的消费波动，以及他所处的创新波动的阶段来分析，从波动周期瓦解到再重建所需的时间要长于一个周期的时间（53年或56年）。"在第十章讨论退休问题时，这项发现的意义将被彰显出来。

新事物不断涌现

创新周期的线索让我想到以下几点。第一，在创新周期的尾期进行投资将很难获得回报。这时经济增长放缓，而股票因为早期的增长预期而被高估。然后，现实会让投资者慢慢意识到"新事物"已经沦为了平常物。

电力行业曾经风靡一时，铁路被看做是将会永远改变整个世界的发明。它们确实显著地改变了世界，但现在来看却稀松平常。航空，无线电、电视和汽车都曾经辉煌，然后走向衰落。

一些年以后，投资者会意识到信息科技股失去了它们曾经拥有的增长潜力。从那些研制出激动人心的新发明的公司中，会涌现出一批大赢家，而其它的公司很难再挖掘出一个拥有20%～40%的复合增长率的市场。关于这一点我们稍后将会了解到，大公司很难长期地维持10%左右的复合增长率。

第二个线索则比较鼓舞人心：新事物将会不断出现！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来将会出现一个新的创新周期，我们将有机会参与一个新产业的兴起。这个新产业将与电力、电脑或电话的发明一样，深刻地改变我们的世界。

问题是我们现在还不知道这项创新是什么。智囊们预测新产业可能会从纳米技术和生物科技领域中诞生；或者可能是核聚变或是新型的动力汽车系统；也可能是现在还没有被发明的事物。

世界改变的步伐在加快，知识的叠加速度越来越快。由于自由经济和资本主义在全球范围内展开，世界上将会有数以万计的发明家和公司尝试着去开发新事物。这样的过程本质上是无序的，但可以肯定的是，开发的过程会持续下去。

需要指出的是，并不一定要等53~60年之久，一个可以推动经济进入下一个创新周期的新产品才会被创造出来。新的创新可能在明天就会被发明出来，然后在极短的时间里就显著地影响着整个市场，也可能在十年、二十年或三十年之后才会出现。

因此问题转变为：作为投资人我们如何去识别创新的产品呢？我的朋友马克·福德（Mark Ford），每日在线电子报《晨呼即起》（*Early to Rise*）的撰稿人，整理出了一个综述，我将这篇综述转过来供大家欣赏，在结尾处我添加了一些个人评论。[③] 这可能会给你提供一些识别新的创新产品的方法。

《偏执的优势》：为何你需要了解未来

瑞安·马修斯（Ryan Mathews）和沃茨·瓦克尔（Watts Wacker）在《偏执的优势》中说，我们可以通过了解一种可以定位重大改变的模型，来预测未来，从而获得爆炸式的成指数级增长的成就。这种模型起始于非主流的设想，然后逐渐发展到主流社会的中心。



两位作者说，几乎所有现在流行的东西，都曾处于社会的外缘。为了预见未来，你需要将眼光放在那些外缘事物的发展上。当一个特别奇怪的事物渐渐变得不那么奇怪了，你可要注意了。一旦它将要成为备受欢迎之物，你

③ 我要承认我有偏见，但我仍然觉得《晨呼即起》是必看的读物，以下是电子报的链接http://www.earlytorise.com/SuccessStrategies.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就应抓住机会出击。通过“拥有”一个将要成为主流产品的边缘事物，把握名利双收的绝佳的机会。

一个边缘产品要想成为主流产品，要经历四个阶段。外围（也是外缘）阶段是指独立的创新者提出一个古怪的、荒谬的以及反社会的想法。绝大部分这样的想法都会被扼杀在摇篮里。只有很少的一部分想法会聚集少量的信徒式的观众。而这是第二个阶段，边缘阶段。对于主流社会来讲边缘阶段的想法很奇怪，甚至怪异。但对于那些信徒来说，这些想法是不可侵犯的。

绝大部分边缘阶段的产品永远处在边缘状态，但仍然有一些产品能够获得很多追随者。然后这些产品进入了“耍酷王国”。在这个阶段，那些曾经被媒体欺压的想法华丽变身，被称为是有趣的、非常态的现象。主流媒体仍然不看好这些产品，但新媒体的反响积极。通常这样的产品一下子就火了，瞬间变成了“下一个重大产品”。主流媒体开始报道它，具有号召力的人物开始消费它。“下一个重大产品”成为推销员做推销的标志性产品。这使得主流的消费人群明白这件产品非常的时尚。

接下来，当然是一股消费“下一个重大产品”的热潮。瞬时的需求如此之高，以至于这类特殊的制造者们无法满足市场的需求。这个阶段，《财富》500强的公司买下这类产品，将它摆到沃尔玛的货架上或放到麦当劳的菜单中。

这些边缘想法的沟通媒介，就是那些提出想法的偏执的创始人。而在外缘阶段，产品通过口碑效应——来改变受众的想法。随着追随者的增加，产品的信息在周边的活动和次级媒介的故事性描述中被传播开来。接着，产品成为“下一个重大产品”，主流媒体开始大肆渲染。最后，它成为广告行业和销售行业的中流砥柱，这是产品迎来自己伟大的成功和笑到最后的时刻。

怎样从这些信息中获利呢？不管你是在做什么工作、销售什么产品，都有机会接触到很多的边际想法。对于你来说，最熟知的商品，是那些市场占有份额和广告最多的商品。它们已经彻底地被社会接受，是时尚阶层的必需品。在这个阶段开展你的事业并不是一个好主意。当一个产品开始成为社会的焦点时，它就会被大量的广告和促销手段所洗礼——绝大部分被那些懂得如何销售的行业专家所操控。在这种情况下，市场里最强大的公司将会成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢家。这些公司的强大一般都体现在资金、规模、现金流和人脉上。

如果不希望在这种层面上与那些大公司竞争（可能也没法与它们竞争），你就应该将重点放在前一个时期：“下一个重大产品”期。关注所有的“下一个重大产品”，在你所处的市场定位中争夺有利机会，你就有可能发现一个即将成为主流产品的“下一个重大产品”。正确地把握它，在其他人还不知情的情况下开始进行销售，你就有机会获得巨大的成功。

聚焦“下一个重大产品”时，你需要将注意力放在“耍酷王国”——一个具有伟大的创造力和执行力的阶段。适当地了解这个领域的专家说话、做事的方式和想法，能够让你拥有远高于平均值的预测能力，来预测哪一个“下一个重大产品”将会来临。同时也要时刻关注“外缘阶段”所发生的事情。尽管绝大部分的产品都走不出“外缘阶段”，但依然有一些产品能够引起轰动效应，创造出一个火热的另类市场。如果你能够嗅出哪种产品即将降临，再将你的想法从产品的初始阶段延伸到主流社会，你就可以占据一个有利的位置，赚很多的钱。

巨额的财富，极高的声望和令人激动的刺激感，来自于掌控这样的转变过程。



我再解释一下。当我说“在长期熊市里，股市显然不是一个有吸引力的投资场所，因此你应该避免投资指数基金和绝大部分的证券基金”时，并不意味着我不赞成投资一些令人振奋的企业或相关的股票是好选择。

绝大部分投资者希望股市的上涨能够为自己的投资带来收益。但在长期熊市周期中，股市不升反降。是的，股市最终会上扬，但中间可能要经历很长一段时间。

在这样的周期里投资股市，需要做大量的工作才能获得成功。这不是大部分人通过收集数据就能够做到的。想一下巴菲特，他买入一家公司的股票是因为希望分享这家公司的利润或者未来的潜在利润，而且只有在清楚那家公司的商业模式，对其管理层有信心的情况下才购买股票。

在后面的章节，我们将会分析一些基本的原则，来帮助你如此操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

以史为鉴 做实际预测



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们将会证明，在长期熊市中，用价值而非价格来分析股票会更有效果，这是本章的重点。[①] 在前几章，我们将股票价格作为衡量熊市周期的标准。而在本章，我们首先以股市的估值或市盈率的波动，其次以股价的回报作为衡量长期牛熊市场的标准。因此，这个章节里所用图表的牛熊市起始或结束时间，可能会与前几章里引用的其他分析师的图表有所不同。

同时，本章还提到市场波动和频繁的大反弹是常态而不是例外，因此，聪明的投资者可以捕捉一些极好的投资机会。最后，本章会探讨通货膨胀、利率和股票之间的联系，指明下一个十年里的股票和债券市场的走势。

如果股市在20世纪曾经出现的周期会继续循环，那么在本世纪的头十年（或更长时间）里，股市将处在长期熊市中——一段持续时间很长的整体下跌、盘整震荡的市场行情。而下一个十年（或更长时间）可能是一个长期牛市——出现令人兴奋的整体上涨的行情。

① 第五和第六章两个章节章是埃德·伊斯特林(Ed Easterling)与我合写的。埃德是克莱斯蒙有限责任公司（Crestmont Holdings, LLC）的董事长，和我一样，他也在研究世界投资管理和金融市场分析。他还是德克萨斯州对冲基金的御用专家，德克萨斯州对冲基金的客户有机构投资者和一掷千金的个人投资者。他制作出了一些图表，来告诉他的客户们在下一个十年里，投资在金融市场或单一的股票市场中所能得到的回报。这项关于股市和经济周期的研究，能够让我们深入的了解长期熊市的运转情况，也为我们在长期熊市周期中的投资策略给出了线索。理解这些材料可以让你成为更加自信的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市过去的这些阶段，是通过市盈率所体现出来的市场估值周期的循环来划分的。市场估值周期一般是由通货膨胀偏离价格稳定性的长期趋势所决定的。而短期的趋势有些随机，短期的反转是当下外围和市场压力与股价围绕着较长周期的趋势线较量的结果。**这些周期基本上需要一代人为之努力才能参透，期间市场可能会严重低估或高估，周期对投资者在某个阶段应该选择的投资方法也有极大的影响。**

长期熊市，让数字说话

欢迎到德克萨斯州的达拉斯来。众所周知，达拉斯的气候并不怡人。这里的夏天比春天来得还早。有时候，花儿还没开完就败了。在慵懒的夏季，温度可以一连很多天高到华氏100度以上。有无数笑话的主题是魔鬼、地狱和德克萨斯的夏天。

当冬天大举入侵时，有那么几天还比较温和，很适合打高尔夫球。剩下的时间就很寒冷，常下雪，偶尔还有暴风雪。这给当地汽修店带来了大量生意，也连累保险公司忙于处理出险理赔。当然，这里冬天的天气没法与芝加哥的寒风和水牛城的暴雪相提并论，达拉斯的天气随季节交替，变化巨大。但按一年的平均气温算，达拉斯与天堂相差无几。

与那些认为“在长线策略下，投资者能够在股市获得7%、9%或10%的年收益”的研究报告大相异趣的是，股市也不是天堂。就如同德克萨斯州的夏天，股市看上去常常会从人间堕入投资地狱。

尽管从历史的角度来看，股市长线投资的平均收益是最好的，但股市的波动如同德克萨斯州的气候的季节性波动，其极端性和不连贯性让大部分人出乎意料。现在我们来检视股市波动的区间，看看真正的股市风暴有多强劲。

在1900—2003年的这103年间，道琼斯工业指数以每年7.2%的速度增长。在这期间，有63%的年份，指数呈现正回报，而剩下的37%的年份中则获得负回报。其中，只有区区五年的时间——还不到总年数的5%，指数的年度变化处于5%～10%的区间。大部分的时间里，道琼斯指数的年度变化都与平均值相去甚远。很多时候，指数的戏剧性剧烈波动让投资者感受到生死悬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一线。

表5—1　　道琼斯工业平均指数：

股票市场的年度回报率分布，占年数的百分比（1900-2002）

波动区间	103年的频率
< -10%	21%
-10%～+10%	31%
<+10%	48%
<-16%	16%
-16%～+16%	50%
<+16%	34%

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

表5—1显示，在70%的年份里，指数的年度变化的百分比为两位数——股市或上涨、或下跌，幅度都超过了10%。如果要摒除极端波动情况，我们需将临界点上调到16%的波动幅度——而在这103年里的一半年份里，指数的年度上涨或下跌幅度超过16%。

再细读上面两段文字。它们所道出的简单事实是，市场波动很少会四平八稳。这些巨幅波动表现为情绪化的投资活动。

投资股市的风险很高，收益高度不稳定，收获与亏损常常不稳定且难以预测。而在股市波动时，不同的情绪反应会导致大部分投资者不能获得股市平均收益水平的回报，本书的其他章节清楚地阐述了这一点。

因为不懂如何去控制投资风险，甚至不知道风险为何物，一些投资者常常未经分析，只是顺从自己的情绪反应买高卖低。这些投资者曾在开户表格上看到“股市有风险，入市需谨慎”的提示语，但他们却更愿意相信这样的研究结论——“长期来看，历史的数据战胜了暂时的下跌，并且创造了10%（包含股息率）的平均回报”；或只关注当下的数据，而忽略掉诸如通货膨胀、税收以及交易成本等等负面消息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20年期的长线投资

如何定义“长线”的时间跨度呢？投资者长久以来被长线投资这样的花言巧语轮番轰炸。向投资者灌输这种长线投资会获得“确定的”预期回报，会让他们看不清股市的真实情况。

这种错误的思考方式演化出很多简洁的标语，像“付出，才有回报”，“不在游戏中，就分不到那杯羹”，以及我们最喜欢的：“不斩仓就不能说是真实亏损。”

在你的投资发生巨额亏损时，这一类的陈词滥调，常被用来说服你将钱继续留在操盘者所管理的投资基金中。继续听听这些可笑的辩解：在长线投资中你一定会获得回报，为什么要担心你的积蓄的短期变化呢？如果历史不再重复，或者你有生之年还没有这个“长期”长怎么办？

对于多数人来说，“长线”是指20年左右的持有期。我们在踏入社会之初就开始努力存钱，对于大部分人来说，到中年之后所积累的财富才足够多到有意义。我们所追求的就是，为退休后的生活准备充足且舒适的养老金，多数人需要为此准备20年左右。

就像图5—1和表5—2所显示的，从1900年到现在，可以划分出84个20年期。第一个20年是1900—1919年。每一个20年期都将与最近的1983—2002年的20年期做比较，尽管大部分时期里，在没有减去股息和交易成本之前录得正回报，但有一半时期的复合收益率低于4%，而只有不到10%的时期复合收益率高于10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

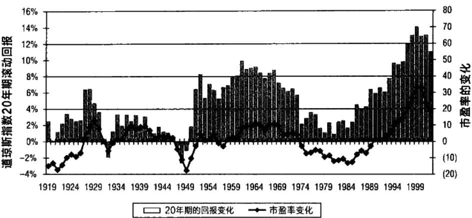


图5—1　20年期的回报和市盈率变化

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

表5—2　　每20年期的市场波幅（1919—2002年）

位数	市场变化波幅 从	到	平均变化	平均市盈率
1	−2.6%	1.0%	−0.4%	17
2	1.0%	1.7%	1.4%	13
3	1.8%	2.4%	2.1%	17
4	2.5%	3.0%	2.6%	16
5	3.2%	3.9%	3.4%	15
6	4.2%	6.0%	5.2%	17
7	6.2%	6.6%	6.4%	14
8	6.6%	7.8%	7.2%	14
9	8.0%	9.4%	8.7%	11
10	9.6%	14.0%	11.6%	10

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。



一共有9个20年期的回报高于9.6%。表5—3列出了这9个时段。你将注意到，这9个时段中的8个都与最近的股市泡沫相关，而且这8个时段里的市盈率是平均市盈率的两倍、三倍，甚至四倍。在这次泡沫之前，所有20年期的年收益率都达到了10%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5—3　　20年期回报率高于9.6%的九个时段

开始年份	结束年份	平均年回报率	市盈率起算值	市盈率结束值
1975	1994	9.6%	10.9	20.5
1977	1996	9.7%	11.5	25.9
1942	1961	9.9%	12.2	20.5
1983	2002	10.9%	7.3	25.9
1978	1997	11.9%	10.4	31.0
1981	2000	12.8%	8.8	41.7
1979	1998	12.9%	9.4	36.0
1982	2001	13.0%	8.5	32.1
1980	1999	14.0%	8.9	42.1

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

每一个回报率高于9.6%的20年期，都开始于一个低市盈率的年份。无一例外。虽然不全如此，但你可以看到，20年期的年回报率的增高，对应的是起始市盈率的降低。如果做一些详细的分析，我们可以毫不费劲地对这种趋势变化做出解释。比如说，起始于1983年的20年期拥有最低的起始市盈率，因为这段20年期的最初的时间里包含着两年的熊市。

开始于1900年的这段时间里，所有的20年期的回报数据都表明，年复合回报的水平与市场的市盈率趋势高度相关。市盈率是一种估值工具，因为它反映的是每股股票价格与股票收益（Earning Per Share，EPS）之间的关系。股市高回报对应的是市盈率递增的阶段，而低回报或负回报相对应的是市盈率下降的时期。

这可能是这本书能够告诉你关于投资的最好的观点。当市盈率上升时，历史的数据证明“水涨船高”，大家都有钱赚。当市盈率下降时，股市投资就复杂多了；与指数相关的投资变得徒劳无功。我们在后面的章节里将会看到，在长期熊市里投资，想要成功的话（需要一些机会），所采用的投资策略和方法与牛市非常不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图5—2中画出了每一个20年期的年平均回报和相对应的起始市盈率。这个图表着重显示，20年期的起始市盈率越高，回报率可能会越惨淡；而一个相对低的起始市盈率，其相应的20年期年平均回报要高一些。

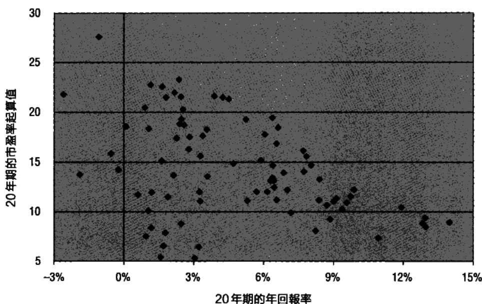


图5—2　20年期回报与市盈率散点图

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

在我们继续寻找影响回报率的因素时，我们发现20年期里的市盈率变化幅度与这段时期的回报率高度相关。没有哪个（一个都没有）获得高回报的20年期的市盈率不上涨。

从近期的市盈率水平来看，近20年里股市投资的整体前途堪忧（这里强调的是整体回报或指数基金）。得出这种悲观的预测，并非因为我们是空头，而是基于一系列可导致当前熊市的事实。

就像过去那样，市场经过一段长期的、无增长的阶段之后，总会迎来一段高回报期。不幸的是，接下来的十年或更久的时间里，股市的投资回报很有可能会让人失望。幸好没有人能够强迫你去投资指数基金或证券基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动率是个鬼灵精

那些股市忽悠分子在推销基金时信口胡扯的平均回报率，很可能不会如期兑现。你真正能够拿到的钱，受两个变量影响：一个是投资失利所造成的不成比例的影响，另一个是回报率的稳定性。

对于前者，我用一个例子解释一下。在统计学上，正24%和负20%的平均值是正2%。不过，如果这两个数字是你前后两年的投资回报率，股市这个神奇的精灵会让你的账户少一些钱。哪一种投资回报率在先都无所谓，不管是哪一年出现正回报，结果都一样：你的账户总额将减少差不多1%。

正回报与负回报的差距越大，对你的账户总额的影响就越大。记住，50%的损失，需要100%的回报才能抵消——尽管两次回报率的均值是25%的回报率。为什么这一点很重要呢？在20世纪，几乎四分之三的年份里，股市的波幅在两位数以上；在差不多一半的时间里波幅为±16%。尽管在这个世纪中，股市实现正回报率的年份要多过负回报的年份，我们确实需要这些多出来的实现正回报率的年份来抵消负回报的影响。这种情形，也强调了逃避损失的重要性。

第二个变量相对来说更具有技术性和数学性，请耐心看我的解释。一组回报率数据，如果每个数值与这组数据的均值相差越远，那么其复合回报率就越低。[②]

例如，如果以年计算的一段时间的平均年回报为正10%，复合回报最高的情况发生在每一年的回报都为正10%的时候。以三年期的年平均回报率为10%为例，每年的回报率百分比数据若为5%–10%–15%、15%–10%–5%、30%–0%–0%，或任何其它的排列组合，那么其获得的复合回报率都小于10%–10%–10%这种组合。这与前面所讨论的"投资失利所造成的不成比例的影响"是两个概念。数字的分散程度越大，复合回报率越低。这个变量，会显著地影响你在股市里所能获得的年回报率。请参考表5—4。

② 复合回报是在多年投资以后，你的投资账户中所拥有的财富总和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5—4 复合回报率

	A	B	C	D
	10%	5%	15%	30%
	10%	10%	10%	0%
	10%	15%	5%	0%
复合回报率	10.00%	9.92%	9.92%	9.14%
简单计算平均值	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

前面我们提到，在扣除股息和其他你所支付的影响真实收益的费用之后，股市的单年的平均回报率为7.2%。然而，如果你在1900年向股市投资1 000美元，103年后，你所属的账户的复合增长率只有4.8%。年回报率的波动性和负回报的影响让你的账户几乎损失了三分之一的收益。这个概念非常重要，银行要求贷款和存款的利率在公告利率之外还需要包含年利率（Annual Percentage Rate，APR）来反应复合利率的影响。在表5–5中详细地介绍了这种影响。

但这些变量都不能对抗股市投资的各种机会。历史数据表明，股市提供了一个在长线投资时能够获得稳定回报的地方，也让很多投资者收获了巨大的财富。然而，股市的回报率具有波动性和周期性。从什么时候开始投资，会严重影响到长线投资的回报率。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5—5　　什么是平均值：

年度均值与复合均值（复合回报受负回报和波动的显著影响）

简单的年回报率	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	平均值
1900	7%	–9%	0%	–24%	42%	38%	–2%	–38%	47%	15%	平均值=7.2%
1910	–18%	0%	8%	–10%	–31%	82%	–4%	–22%	11%	30%	
1920	–33%	13%	22%	–3%	26%	30%	0%	29%	48%	–17%	
1930	–34%	–53%	–23%	67%	4%	39%	25%	–33%	28%	–3%	
1940	–13%	–15%	8%	14%	12%	27%	–8%	2%	–2%	13%	
1950	18%	14%	8%	–4%	44%	21%	2%	–13%	34%	16%	
1960	–9%	19%	–11%	17%	15%	11%	–19%	15%	4%	–15%	
1970	5%	6%	15%	–17%	–28%	38%	18%	–17%	–3%	4%	
1980	15%	–9%	20%	20%	–4%	28%	23%	2%	12%	27%	
1990	–4%	20%	4%	14%	2%	33%	26%	23%	16%	25%	
2000	–6%	–7%	–17%								

年复合回报均值	01/01/1900	12/31/2002	平均值
起始指数	66.08		
结束指数		8 341.63	→ 平均值 = 4.8%
年期		103	

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

股市周期所涉及的时间长，每一个周期都有各自的特点，而且或多或少的可以被预测。而接下来的内容，将会基于股市的大周期提出一些实用的见解和观点。

未来20年股市的回报

伊博森对股市的长期数据研究结果表明，投资者预计可以在股市获得6%～7%的真实回报，这种预期被股市的忽悠分子随处乱用。那些急于向普通投资者传递“买入—持有”策略的经纪人和基金经理也常常引用。有时候在股市更接近于卖点的情况下，这项研究被用来劝说普通投资者即刻加仓或买入证券基金。如果你持续买入股票，按照伊博森的研究结果，你将在不久后获得回报。

这是很典型的推销手法。伊博森的研究和其他很多研究，是股市中被最常被误用滥用的宣传手段。如果我们真的能够通过简单地“买入—持有”股票，在接下来的20年里获得7%的年均复合回报率，倒是可以说这种方法比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明智。但现实并非如此。[3]

出现闪失

“越接近目的地，你就越有可能出现闪失。”——保罗·西蒙

我们在小册子上看到的投资股市的长期获利与投资账户的真实获利似乎不一样。在越接近退休日期时，我们越需要养老金，但获利却看上去越可能有闪失。

在查看股市周期之前，我们来研究股息、手续费、股票下跌、所得税和其他的因素对整体回报的影响。[4]

当我们查看指数或投资组合的变动时，你注意到我们很快被提醒股息的附加回报没有计入在内吗？当我们试图将文字形式的“基准投资回报”转换成账户中的变动时，也别忘了计入其他的因素。虽然过去100年里的年平均股息为4.4%，但买卖股票所征收的手续费和所得税也对投资回报产生影响。

对于个人投资者来说，所得税会影响实际回报。为了合理地评估所得税的影响，克莱斯蒙研究所参考了一系列的影响因素，并给出了一些简单的假设。目的是估算一个典型的纳税人所受到的影响。联邦所得税从1913年正式推出以来，纳税人的平均税率通常大约为20%。

克莱斯蒙研究所假设，个人投资者每年的回报，有80%来自于长期资本获利，剩下20%为短期资本获利。每年有90%的回报会被实现，为了模拟长期资本获利的影响，这部分的回报会推迟一年实现。保守起见，他们假设有10%的获利无须交个人所得税，绝大部分的损失被用来抵消未来的利得。他

③ 我已经不记得我曾经与多少对即将退休的夫妻交流过，当他们的养老储蓄损失了30%、40%或50%而使舒适的退休生活成为泡影时，他们说那些经纪人或投资顾问就会说继续持有股票吧，股市会重新上涨的。很快就会上涨，这些人向他们保证。他们是投资者们信任的投资专家，投资者以为这些持有股票的赞同者们做过充分的研究。

④ 译注：本节所说的各项费用是专指美国股市而言，其他国家的情况可能有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们假设股息是按短期获利的来缴税的。

交易成本包括佣金、资产管理费、买卖差价（bid/ask spreads）、成交差价（execution slippage）以及其他的成本项目。“佣金”是指向经纪人交付的买卖股票或证券基金的交易成本。个人投资者所支付的佣金可能（在过去确实是）高于大型机构投资者（例如养老基金、证券基金等等）所支付的佣金。尽管时下的佣金比例很低，但对于交易活跃的投资者或小投资者来说，数目依然很可观。

“资产管理费”是指向投资顾问、投资基金、托管方、退休基金经理或在投资过程中涉及的其他相关机构支付的费用。所有的这些费用加起来可能占总资产的0.5%～3%。对于证券基金来说，收取2%或更多的资产管理费很寻常。[⑤]

第三个交易成本——“买卖差价”，指的是买入股票时所给出的价格与同期卖方所给的价格之间的差别。股市指数回报就是基于股市最后一次交易的价格来计算出的，有些是沽出价（一个人卖出股票的价格），有些是买入价（买入股票的价格）。我们可以计算沽出和买入价格的中间价——近似于平均价格。然而，投资者或证券基金的买入价格，总是稍微高于卖出股票所给的价格，差价的开支比佣金要高很多。已经开始有研究指出，自从去年开始采用以十进制为报价单位，差价开支有所增加，这倒是始料未及的。

交易成本中的第四项因素是成交差价。成交差价在股票买卖中的影响，主要体现在大型投资者而非个人投资者。尽管大账户在佣金上的开支较少，但有得必有失，大规模资产管理有优势，也有其他不易察觉的劣势。成交差价是指在买入或卖出大量股票时的影响——买入或卖出大量股票的平均价格与买入少量股票时的价格差别。一只股票的大庄家，比如说证券基金，在买入或卖出股票时，其交易量会影响股票的走势。交易差价是指在买入或卖出小额股票（例如100股）和大额股票（如100 000股）时平均价格的区别。如果你是一个想打压大盘的基金经理，或是想套现的对冲基金，在场上的交易差价就算不会让人痛苦，也很有可能会让人有挫败感。

⑤ 作为资产管理人，我们不反对收取管理费，这是我们的谋生之道。不过，我们确实认为，这些资产管理费花得要物超所值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，还有很多其他隐蔽的开支。开户费和手续费也不算少；所有类型的基金都需要交审计和会计的费用，这些费用会直接从基金转嫁给投资者。证券基金有独立委员会，其成员需要支付薪水，大部分离岸对冲基金也需要有一名或以上领取一小部分薪水的独立董事。当然还要有保管或管理费，交易税收与费用。⑥

费用中有没有包含咨询费呢？你的基金有没有通过支付更高的佣金（所谓的软美元安排）来获得研究报告或股票报价服务？⑦律师费一般也是由基金担负。

如果你是典型的个人投资者，可能还会支付会计费用、投资简报、书籍、规划师、咨询费用和以及投资相关花费。这不是说他们不需要把自己当做一个基金经理一样管理自己的投资组合，但这些行为确实让投资成本增加。尽管这些支出并不会总是直接从你的投资账户里扣除，但这些总归是花费。

"名义纳税人"的图表的设定条件包括佣金、资产管理费、买卖差价、成交差价等，占总资产的2%左右。尽管有一些（少数的）投资者可以在股票投资中控制一个比较低的交易成本，但绝大部分专业投资者指出，我们对交易成本的估计过于保守，因此大部分投资者获得的真实回报可能比矩阵中所给出的回报低。因此2%的回报率是合理的，也是较保守的。在目前平均股息率低于2%的情况下，交易成本可能远超过股息收益。



时间的序列：周期

"周期"是指事件按顺序依次循环往复发生。如果有周期出现，某段时间内就会有与周期相应的条件或情况重复出现。在生活中，我们能够观察到

⑥ 瑞士以及其他欧洲国家在每次交易中会收取少量费用，但一次虽少，长期叠加起来，还是很多的。

⑦ 这些事情时常发生，远远超过你的想象。这种方法可以将基金经理的经营费用不着痕迹地让基金代付。因为投资者可能会反对叫做"股票报价服务"的开支，但如果将这些开支暗藏在佣金或差价之下，投资者就很难发现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各种各样的周期：节气变化、月亮圆缺、无线电波等等。有些受基本原理的控制，而另一些则纯粹是巧合。月亮的圆缺是由月球和地球的旋转以及与太阳之间的位置决定的。其他情况下，所观测到的只不过是随机事件而已。

所有的周期都有共同的要素。周期有起点和终点，每个循环都有其特性，而且周期能够被解释。

股市观察人士用各自坚信的一套观点确认出周期、模型、相关性和相互关系，这些推演出无穷无尽的预测和交易计划。每一个交易员都有一套在经过测试的“研究”和“事实”的基础上，建立起来的最钟爱的个人交易系统。这些系统在用真实资金测试前，都运转得相当好。

模型如此之多，以至于一些市场专家不得不忽略所有的理论，而将一切归于随机现象。然而，我们不懂某一个模型，并不意味着这个模型中没有包含一些有用的信息。

接下来我们会重点讨论在长期股票市场周期重复出现的重要特性。我们不会声称这是主要原因，但我们认为它是很醒目的。毫无意外的，这项指标显示我们正处于长期熊市中。与本书余下章节提到的其他分析师的研究相结合，这项指标更加令人瞩目。随着研究的加深，我们也会加入一些与某些权威专家的普遍误解相冲突的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5—6　长期牛市和长期熊市的市场档案

股市周期起始年份	股市周期结束年份	时长（年）	股市状态	市盈率 起始值	市盈率 结束值	通货膨胀 起始值	通货膨胀 结束值	指数上涨的年份	指数下跌	上涨年份的比例	下跌年份的比例	持续获得正回报的时长	持续获得负回报的时长	正回报年份的平均获利	负回报年份的平均损失	牛熊市从开始到结束的指数变化
1901	1920	20	熊市	23	5	-2%	16%	9	11	45%	55%	2	3	30%	-17%	2%
1921	1928	8	牛市	52	2	-11%	-2%	7	1	88%	13%	5	1	24%	-3%	317%
1929	1932	4	熊市	28	8	0%	-10%	0	4	0%	100%	0	4	N/A	-32%	-80%
1933	1936	4	牛市	11	19	-5%	1%	4	0	100%	0%	4	0	34%	N/A	200%
1937	1941	5	熊市	19	12	4%	5%	1	4	20%	80%	1	3	28%	-16%	-38%
1942	1965	24	牛市	9	23	11%	2%	18	6	75%	25%	4	1	18%	-8%	774%
1966	1981	16	熊市	21	9	3%	10%	9	7	56%	44%	3	2	13%	-15%	-10%
1982	1999	18	牛市	74	2	6%	2%	16	2	89%	11%	9	1	18%	-4%	1,214%
2000	????		熊市	42		3%		03		0%	100%	0	3	N/A	-10%	-27%
加权平均熊市（不包括2000年）										42%	58%	2.1	2.7	21%	-18%	-14%
加权平均牛市										83%	17%	5.8	0.9	19%	-5%	810%

注：指数级回报反映的是道琼斯工业指数一年的平均值。市盈率则是基于希勒教授计算和发表在《非理性亢奋》的S&P 500资料。
股市的分类基于克莱蒙特公司利用市盈率的峰值和低谷、通货膨胀以及其他资料所得来的周期分类。此处未加入股息、税率、通货膨胀校准或交易费等。

回报模型（深色阴影=下跌年份；浅色阴影=上升年份；#%=指数年度变化；最后一列是道琼斯工业指数的起始年份与结束年份的值）

周期	起始值	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	结束值
1901－1920:熊市	71	-9%	0%	-24%	42%	38%	-2%	-38%	47%	15%	-18%	0%	8%	-10%	-31%	82%	-4%	-22%	11%	30%	-33%					72
市盈率		23	22	18	16	19	19	13	13	15	14	14	14	12	11	12	12	9	6	7	5					
通胀率		-2%	6%	1%	0%	1%	3%	6%	-4%	8%	4%	-8%	7%	3%	1%	1%	8%	17%	18%	15%	16%					
1921－1928:牛市	72	13%	22%	-3%	28%	30%	0%	29%	48%																	300
市盈率		5884				10	12	16	22																	
通胀率		-11%	-6%	2%	0%	2%	1%	-2%	-2%																	
1929－1932:熊市	300	-17%	-34%	-53%	-23%																					60
市盈率		28	22	15	8																					
通胀率		0%	-2%	-9%	-10%																					
1933－1936:牛市	60	67%	4%	39%	25%																					180
市盈率		11	12	13	19																					
通胀率		-5%	3%	2%	1%																					
1937－1941:熊市	180	-33%	28%	-3%	-13%	-15%																				111
市盈率		19	14	16	15	12																				
通胀率		4%	-2%	-1%	1%	5%																				
1942－1965:牛市	111	8%	14%	12%	27%	-8%	2%	-2%	13%	18%	14%	8%	-4%	44%	21%	2%	-13%	34%	16%	-9%	19%	-11%	17%	15%	11%	969
市盈率		9	111	11	31	41	11	11	01	11	21	31	21	41	81	61	61	51	81	72	11	92	02	32	3	
通胀率		11%	6%	2%	2%	8%	14%	8%	-1%	1%	8%	2%	1%	1%	0%	1%	3%	3%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	
1966－1981:熊市	969	-19%	15%	4%	-15%	5%	8%	15%	-17%	-28%	38%	18%	-17%	-3%	4%	15%	-9%									875
市盈率		21	22	22	19	15	17	18	16	11	10	12	10	9	9	9	9									
通胀率		3%	3%	4%	5%	6%	4%	3%	6%	11%	9%	6%	7%	8%	11%	13%	10%									
1982－1999:牛市	875	20%	20%	-4%	28%	23%	2%	12%	27%	-4%	20%	4%	14%	2%	33%	26%	23%	16%	25%							11497
市盈率		7	10	9	11	13	16	14	17	17	18	20	21	21	23	26	31	36	42							
通胀率		6%	3%	4%	4%	2%	4%	4%	5%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%							
2000－????:熊市	11497	-6%	-7%	-17%																						
市盈率		42	32	26																						
通胀率		3%	3%	2%																						

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在表5—6中，你会注意到我们刚刚提到的基本趋势。由于市场和经济受诸多因素影响，这份表格所给出的趋势关系不够科学和规范。然而趋势和趋势背后的基本原因是清晰可辨的。这些周期通常持续时间长，表现出很多相似的特性和模式。长期牛市是一段市场稳定上涨的时期；而长期熊市是市场波动性大、持续下跌的时期。

我们定义长期牛市为市盈率上升的一段时期。同样，一个长期熊市则是一段市盈率下跌的时期。这与主要通过股价来定义牛熊市的其它定义不同。

用价格来划分周期，大部分情况下会定义周期起始于股市的一次下跌，直到股市重新回到下跌前的价格之上。如果按这种方法划分周期，我们很难确定何时是较安全的重返股市的时间点，股市的绝对底部常常发生在股价创新高之前好多年。但如果将重点放在市盈率上，我们可以由此谨慎地选择买入那些价格诱人、安全性系数高的股票。这种选股方式曾引发了大萧条时期的一次牛市行情，那时确实是一个大行情。同时，利用价格来划分周期很难找到一个稳定的开始与结束点，而用市盈率划分周期则具有历史依据。⑧

从1900年算起，股市出现了8次（按照估值而非价格划分）完整的长周期：4个长期牛市，4个长期熊市。出现在20世纪的第一个周期是熊市周期。这个熊市周期从市盈率为23倍的1901年开始。20年之后市盈率跌到个位数，即5倍，股市这头“熊”真是进入了冬眠状态。在这为期20年的熊市里，道琼斯工业指数从1900年末的71点仅仅上升到1920年末的72点。

在这20年里，市场的波动却不平静。指数的年波动区间为负38%到正82%！指数表现最好的3个年份分别上涨了82%、47%和42%。在这3个年份分别出现之后，我们能肯定那些专家们开始宣布，熊市已经结束啦。然而表现最差的3个年份的指数跌了38%、33%和31%。我们观察到的熊市周期的绝大部分时间里，股市的波动像季风期的海洋一样，波涛汹涌。在这20年的熊市中，有45%的年份是正回报年——但连续出现年份从未超过两年。而11个下

⑧ 一个挑战是给定哪一年为一个周期的起始年份，哪一年为周期的结束年份。通常，人们认为长期牛市周期开始于一个市盈率处于低谷或下一年市盈率上升的年份，结束于市盈率最后一个上升年份，也即市盈率的顶点。而长期熊市开始于市盈率冲高之后开始下跌的年份，结束于市盈率底部完成后的年份 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌的年份中，会有连续两年出现的情形，甚至在熊市初期还发生过一次连续三年的负回报时期。尽管这段时间的平均获利为30%，平均亏损为17%，但从开始到结束的总体上仅仅增长了2%。

尽管在这段长期熊市里，实体经济在增长，收益也在上升，但股市的市盈率在降低，抵消了经济增长带来的利好。从熊市的开始到结束，市场估值基本没有变化，但每股股票的收益却快速上升。很明显，市盈率的下跌抵消了收益上涨的获利，因此市场价格几乎没有变化。收益增长通常在熊市中很迅速——但这所带来的益处被市盈率的下跌所侵蚀。

我们再来看一下这段时期的通货膨胀：在熊市周期的起始年份，通货膨胀的百分比处在低位，但在熊市后期，却上涨到两位数。当然这也是整个20世纪里通货膨胀率最高的时期。20世纪早期，经济和通货膨胀率的表现比现在要奇怪得多。

历史迎来20世纪20年代，20世纪的第一个牛市也随之而来。像大多数长期牛市周期一样，这段时期里，股市在大部分年份里上涨，而下跌的时候，也只是轻微下跌。指数的走势如同火箭一样一飞冲天，与指数在熊市里风雨飘零的情形大相径庭。这段牛市持续了8年，其中有7年（占88%）的收益为正；而在唯一的下跌年份里，指数只跌了区区3%。8年间，道琼斯工业指数从72点上涨到300点。



再来看通货膨胀率。经过一轮的紧缩，高通胀局面得到缓解，牛市末期价格的增长速度稳定在较低的个位数。然后这段周期结束，经济也滑入了萧条期和通货紧缩期。

随之而来的几个周期所经历的时间短，波动大：先是毁灭性的4年，接着又是表现不平凡的4年，然后是一段为期5年的长期熊市。这三段周期比之前和后来的长周期都要短，但它们在市盈率和通货膨胀率方面，有相似的特性和模式。

很多投资者通常不将1933—1936年的市场当做一个牛市周期来看，因为那时的股市并没有超过1929年股市的高点。我们将这个时期看成是大萧条的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心。但这个时候，市盈率从个位数上升到19倍，而且股市在很短的时间里翻了三番。这当然让那些总是倾向于看空市场的人记住，市场有其自身的逻辑。

核心在于：市场的牛市周期的开始都伴随着股市个位数的市盈率，无一例外。没有一个长期牛市周期在相对市盈率很高的时候开始。历史给出的教训是，所有的高估值的时期都对应着一个不开心的结局。

这八个周期，整体来说，长期牛市对应的是一段股价与市盈率快速上涨的时期。20世纪的牛市周期里，股市在83%的时间趋于上涨。有一半的时间里，指数连续上涨的年份平均为5年，而指数连续下跌的年份不超过2年。

在牛市周期里，有13次连续上涨的时期[⑨]。持续上涨时间最长的7次上涨，平均时间约为5年。在这种变动幅度大的情况下取平均值可能有些失真；但看上去，长期牛市（在接下来的一段时期里我们可能很难见到）的真实信息是：股市在绝大部分时间里上涨（83%），而下跌偶尔出现。指数上涨年份的平均回报是正19%，而下跌年份的平均损失是负5%，长期牛市的总体平均回报是正810%。

而长期熊市正好与之相反，股市上涨和下跌的持续时间短。指数在熊市里只有不到一半(42%）的年份上涨。连续涨跌的持续时间不定，平均来说，连续上涨的持续时间为2年，连续下跌的持续年份少于3年。不过，在长期熊市里，指数上涨年份的平均回报是正21%，而下跌年份的平均损失是负18%。一段典型的长期熊市的总体平均回报是平均下跌14%。

低利率带来高市盈率

现代金融理论中关于股市估值有一个通则：股市估值随着利率的降低而升高，反之亦然。其中的逻辑是：（1）持股人持续地从公司中获得收益和股息；（2）股息和被留存的账面价值是持股人的回报；（3）如果利率降低，投资者会比较乐于接受股票的低回报（风险溢价）；以及（4）如果低回报被投资者接受，那么表明他们愿意支付更高的价格。

⑨ 13组不同时期分别从1年到9年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以通过市盈率（P/E ratio）来反证这种现象。收益——不论是以派发股息或留存收益的形式，由市盈率中的E代表。而买入股票的价格，由市盈率中的P代表。简单来说，投资回报（与债券的利率相比）可以表述为收益（E）与价格（P）之比。按百分比计算，就是用收益（E）除以分母价格（P）（即E/P）。例如，如果一只股票的收益是1美元，而价格是15美元，那么当下的回报是6.7%。如果此时的利率降到5%，那么投资者对股市回报的期望可能会降低。因为收益（E）很有可能不变，如果投资者乐意接受5%的回报，那么他可能会以20美元的价格购买股票。

多数投资者比较熟悉另一种解释版本：市盈率的版本。同样运用上述的范例，市盈率为15倍（15美元/1美元）。当假定利率还是下降那么多，市盈率变为20倍（20美元/1美元）。这就像人们常常听到专家在电视和刊物上说的：低利率会导致高市盈率。

这个说法基本正确，但那些宣传甚少提及假设中的一个重要备注：**只有在通货膨胀时期，这种事情才会发生。**而通货膨胀指数为负时——即通货紧缩期，历史显示即使是在低利率的情况下，股市还是会受到重创。尽管我们会在后面的章节里会具体讨论到一些指标的相关性，这里我们可以给出的一个结论是：用市盈率对市场进行估值，与通货膨胀的相关性要强于利率。将利率看成是通货膨胀的缩影可能会对解释有帮助。通货膨胀是导致利率上升或下降的基础。

经济并非股市上涨原因

那些所谓的经济“专家”多次告诉我们：经济因素导致股市的变化。他们经常强调当经济重拾升势时，股市也会跟着（甚至提前）上扬。

也许短期来看确实如此，但长期数据清楚地显示——事情不是这样的。即使股市在下跌或盘整的时期，经济与收益也有可能是增长的。长远来看，股市由两个因素主导：长期收益和市盈率倍数。我们发现实体经济能够清晰地影响长期收益。实际上，克莱斯蒙的研究显示，收益和名义经济增长之间具有强相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，最能够主导股市回报的是用市盈率做出的市场估值。纵观整个20世纪，市盈率从高位到低位循环往复。高位和低位间的空间很大。

我们假定收益通常随着时间而增长。当市盈率上升时，收益率增长与市盈率增长的双重作用引起股市的高获利——长期牛市。当收益增高，而市盈率下降时，这两种情况导致股市剧烈波动，伴随着低迷市道，不时会出现巨幅下跌——长期熊市。

经济对股市来说重要吗？

——重要。

股市会亦步亦趋地紧跟经济增长的脚步吗？

——不会。

想了解股市的长期走势，重点是了解市盈率的长期走势。

因此，现在的问题变为：如何了解市盈率的走势呢？

克莱斯蒙研究中心关于长期股市周期的研究结果显示，市盈率周期的波动与通货膨胀的趋势有相关性。通货膨胀率的上升（通常会导致利率的走高）反向作用于市场估值，导致市盈率的下跌。通货膨胀率的下跌（相反会致使利率的下跌）能够支撑市盈率上升。而当通货紧缩期到来时，尽管利率下降了，股市估值还是会因市盈率的降低而降低。

因此，当通胀趋于下降，物价开始稳定时，即稳定的低通货膨胀期——市盈率将会上升。当然，市盈率也与投资人将当前（或预期）的趋势延伸到未来的倾向有关联。如果目前的趋势真的会一直持续下去，那么股市估值就会稳定多了。

经验性的数据与现代金融理论中关于股市估值的部分很一致。现代金融理论中的股息折让模型以及相关的版本就是一种评价方法。这种模型强调：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只股票的价值，是投资者为了获得未来收益以及实现某种回报率所愿意给出的价格。因此，当下的收益和其未来的增长率被折现为一个特定的回报率。随着利率的降低，折现率也出现下跌，股价就随之上升。

然而，在通货紧缩时期，未来收益的预期会下降。因此，即使利率和折现率很低，高水平的紧缩依然会降低未来收益的期望值。结果导致了低水平的股价和市盈率。我们将在下一章讨论财务细节内容。

当然，较低的通货膨胀率所导致的低利率，让价格趋于稳定，也增加对未来乐观的估测。降低通货膨胀率对股市价值有很多积极的影响。但降低通货膨胀率也有一个度，底限是通货膨胀率是可以接受的，并依然对股市估值是有益的。

股市新兵的机会

投资的三种结果是：获利、亏损或套牢。我们所面临的挑战是计算出每种结果出现的可能性，然后依此来调整投资策略。如果一个赌徒将所有的筹码都压在一次机会上，他将会很快输得精光地滚回家；而不遵守概率规律的投资者，也很可能变得更加穷困。

风险定义中有一个缺陷：亏损的概率有多大？放在车库里的一罐汽油或一段磨损的电线没有风险，却被看做是危险品。你的保险公司会考虑这些危险品对你的房子造成危害，令他们赔付损失的可能性。



如果没有可以导致亏损的可能性，就被认为是没有风险。如果没有损失的可能性，你也不会买保险。如果所遭受的损失是一定的，那将成为一个问题而非风险。在这种情况下，你也不会买保险。

那么针对经济危机和当下股市的风险，目前的情况能够给出什么样的答案？

目前，通货膨胀率接近于可保持物价稳定的水平，而未来会出现3种不同的剧情：通货膨胀率在未来10～20年里，会上升、维持现状或下跌。历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据表明，如果通货膨胀率上升或通货紧缩期开始，市盈率随之下降，股市回报也将令人失望，如果你为了可以退休，希望未来十年的复合增长率在9%的话，你可能会更加失望。

如果通货膨胀率保持稳定，在1%～2%的水平维持十年左右的时间，这将打破历史记录。请看表5—6，看一下我们能不能找到一段稳定的低通货膨胀率时期（当然，还是别浪费时间了）。

即使通货膨胀率稳定在当下的水平，从现在的市盈率的情形看，股市在未来十年的的预期依然会令人失望。

如果历史再次重复，接下来的10～20年里，股市会再度进入低迷期，然后才是一段能够获得稳定回报的时期。哎，真希望我能够再度回到年轻的时候！今天的毕业生在下一个预期的长期牛市开始的时候，刚好进入投资成熟期。同时，在充满希望的时代结束以后，他们中的很多人也会在接下来令人失望的环境中苦苦挣扎。

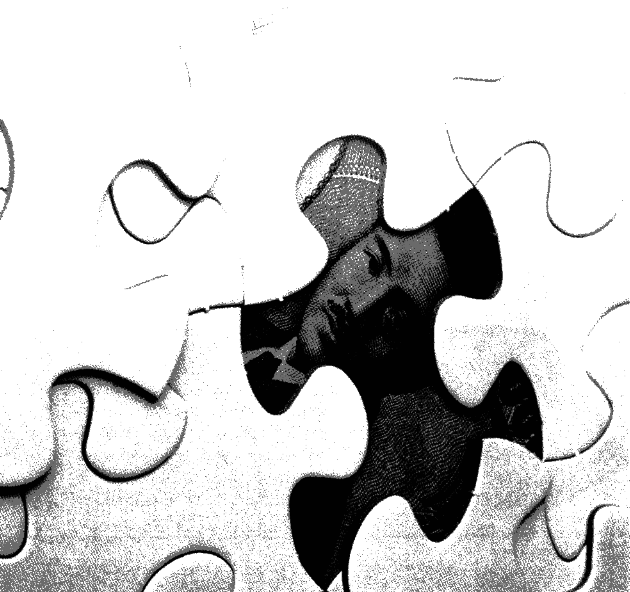
在这段时期，传统的投资信息将会宣传股市出现下一波行情的可能性。记住这些信息都是建立在偏见的基础之上，不会对你有帮助。如果天气预报是由墨镜制造商提供的，你对预报的准确性心存疑虑，也不失为一种聪明的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

金融物理学：相互关联的关系



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



截止2002年12月31日，标普500指数从2000年3月24日1527.46点的高位下跌了42%；而主导“新经济”的纳斯达克股市从2000年3月10日收盘时的5 048.62点高位下跌了74%。对大部分人来说，股市从高点急转直下的这33个月看上去没完没了。过去20年的牛市环境，让大多数的投资顾问和投资者只有牛市的经历，因而影响了他们的对股市的看法。

2003年，股市见底回升，截止到这一年年底，500指数上涨了26%，而纳斯达克复合指数更是奇迹般地上涨了50%。股市专家们开始怀疑这是不是下一波牛市的开始。

如果闭上眼睛转个几圈，你的方向感会出现偏离或被破坏。但如果快速地找到一个坐标，你就可以重建自身的方向感。股市在20世纪八九十年代，处于一个上升区间里，但在2000—2003年这3年里发生了极其严重的回调。

我们跌入了怎样的一个熊市——下跌过多、调整过度，轻微下跌远未见底，还是刚好到位?

A+B=C：相互关联

阅读本书的目的之一，是拥有判断股市未来走势的能力；另一个目的是加深你对长期市场周期以及它在接下来十年或更长时间里所产生的影响的理解。在前几章，我们描述了一些技术性的指标来解释正常股票市场（mundane stock market）所出现的长周期。在第五章，我们用一系列的分析和模型来鉴别和量化长期牛熊市周期。除此之外，我们进一步探讨了市场和经济相关指标之间的关系，为长期熊市仍将持续一段时期的论点打下理论基础。在这一章，我们试图解释经济与股市之间的联系。可能你常听说，因为经济在增长，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市应该上涨。我们已经看到，事情并非总是如此，不过实体经济和市场之间确实有一种联系。我们首先定义一些统计学上的概念，然后再探讨它们之间的联系。现在，我们来研究克莱斯蒙的研究成果——“金融物理学”。

预测收益

收益来源于收入。收益是指一项交易在扣除所有开支后所剩余的钱。既然收益源于收入，而GDP体现的是整个美国一年的收入，我们将GDP代替收入，看看是否可以基于历史的数据，建立一个可以预测每股收益（EPS）的模型。

真实GDP（GDP–R）是指扣除通货膨胀影响（或20世纪某些时期发生的通货紧缩）之后的经济增长总值。如表6—1所显示，GDP–R在20世纪以3%的年增长率稳定增长。尽管经济周期会使得某些时期的增长速度加快，而另一些时期处于经济衰退期，但从经济、政治以及国际环境等层面来考虑，历史记录显示GDP–R相对来说具有稳定性。毫无疑问，GDP–R的大体趋势会继续下去，我们因此可以合理地假设，未来的一些年里，经济的增长仍将跟随历史的脚步。

表6—1　　经济增长平稳，通胀反复多变

年代	名义GDP	真实GDP	通货膨胀所带来的GDP
1900	5.4%	4.1%	1.4%
1910	10.4%	3.0%	7.4%
1920	3.4%	3.6%	-0.2%
1930	-0.3%	1.3%	-1.6%
1940	11.7%	6.0%	5.7%
1950	6.7%	4.2%	2.5%
1960	6.9%	4.4%	2.5%
1970	10.1%	3.3%	6.8%
1980	7.9%	3.0%	4.9%
1990	5.4%	3.0%	2.4%
2000	4.0%	2.1%	1.9%
平均值	6.7%	3.5%	3.1%

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们也可以通过名义GDP——包括通货膨胀率的GDP——来衡量经济增长。其实，公司的收入、员工的工资和净利润均是用名义货币来计算的。如果通货膨胀率为2%，而产品销售增长3%，那么经济的名义增长大致为5%。这就是名义GDP（GDP-N）。而真实增长（GDP-R）不计入通货膨胀率的3%。

因为通货膨胀的上升会影响损益表中的每一项目（例如：收入、支出和利润），我们将通过GDP-N来评估EPS的增长。正如基本假设所陈述，利润来源于收入，这两者之间的关系一直以来都是如此。在表6—2中，每股收益（EPS）的增长较GDP-N的增长要稍微低一点。这可能是由很多因素导致的，包括经济体系形成了大型上市公司之外的新的业务，以及大部分高增长率的公司是来自于小的创业型公司。

表6—2　　每股收益（标普500）与经济增长率的强相关性

年代	名义GDP	每股收益增长率
1900	5.4%	5.5%
1910	10.4%	6.2%
1920	3.4%	7.7%
1930	-0.3%	-2.1%
1940	11.7%	13.7%
1950	6.7%	3.8%
1960	6.9%	6.1%
1970	10.1%	9.7%
1980	7.9%	6.5%
1990	5.4%	6.7%
2000	4.0%	-11.2%
平均值	6.7%	5.9%

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

因此，为了确定第一个变量——EPS——我们需要通过GDP-N来进行估算。如果我们能够知道（或猜测）GDP-N，就可以通过这两个变量的长期、稳定的相关性来推导出EPS值。推导是一种基于某个确定的相关性，通过一组数据来预测另一组数据的量化技术。例如，儿童的年龄与他们的体重有很紧密的相关性，医生可以通过一个孩子的年龄和历史的体重纪录，来估算这个孩子在未来各种年龄段的体重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想要确定GDP–N的数值，我们既要知道GDP–R的值，也要知道通货膨胀率将会怎样。由于GDP–R一直以来都稳定在3%的水平，因此假设GDP–R在未来很长的一段时间里仍将如此是合理的。接下来如果能够估计出通货膨胀率，我们就可以估算（推导）出EPS在未来的表现。稍后我们会回到这个论点。

第二个，也就是我们的市场估值公式里的最后一个变量——市盈率，传统的观点认为利率和市盈率之间有一个基本的联系。因为现代投资理论是基于在一个适当回报率之下，将未来的收益折现，因此当利率下降的时候，股票的价格会较之上升数倍。就像利率下降时，债券的表现一样（由于相同的利息的折现率降低），股市应该（也趋于）给出更高的股价（高市盈率）。

在过去50年间被妥善管理的经济体系中，金融市场只知道有通货膨胀，很少会考虑到通货紧缩。很长一段时期里，美联储力求消除通货膨胀这个恶龙——即使是在它的货币政策里，都会将通货膨胀当作一种单向的作用力。如同重力或一辆汽车的加速装置，经济的自然法则似乎只会加速。美联储的工具箱里只有抑制通货膨胀的工具。

通货紧缩是相对于可获得的商品来说，货币的供应量减少，从而导致大范围的物价下跌。通货紧缩通常在货币供应收缩的情况下出现，常常紧随货币过量供应、因延迟消费心理而导致的需求萎缩以及经济层面的债务削减（或债务销毁）而出现。解决通货紧缩问题很重要，因为金融体系的重力法则，会将偏离了正常阈值的经济体加速向反方向拉动。

用温度的变化导致水结冰或沸腾的例子可能会帮助你更好地理解这个概念。一个常态的物质（液态的水）在温度到达一定的临界点之后，会变得面目全非（变成冰或水蒸气）。另一个例子是量子物理学定律中的绝对零度。在物理学中，一些稳定的状态，在温度达到绝对零度后，会迅速地发生变化，原子开始出现一些非常奇特的特质。

通货膨胀，和与它相对的“海德先生”——通货紧缩，大体上会朝着某一个方向发展，直到被外力干预或经济体系中的内在力量所改变。我们可以将它们比作火：它可能燃烧得很旺盛，也可能会燃烧殆尽。没有外力帮助（加燃料），火不会一直燃烧下去。让火苗稳定在一个状态下要比只是点燃火苗要困难很多。美联储有一些已经开发好的让通货膨胀减速的工具，但却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺少煽风点火的工具来解决通货紧缩问题。

美联储用于降低通货膨胀蔓延的基本方法是减少货币供应，总的来说就是让钱变得值钱。美联储常用的降低货币增长的方法是提高利率。如果想要刺激经济，他们会松开刹车，增加货币供应。当然，通常美联储也会调低利率，来刺激经济体系对货币的需求（或供应）。然而，当利率降为零的时候，投资人、消费者和商家可以选择持有现金，而利率永远不可能变成负数。

因此，在接近通货膨胀/通货紧缩的临界值时，利率将失去调控货币增长的能力。通货紧缩除了要求利率降低之外，还会影响经济增长。随着需求的减少，生产力开始下降，失业率增加，货币周转速度降低，然后整个经济出现悲观的情绪。通货紧缩尽管会拖累经济的增长，但它不一定会导致经济萧条。因此，在美联储没有一个好办法让经济恢复到健康状态的条件下，通货紧缩会导致收益下降，以及未来经济的不确定性。

进一步说，当利率进一步降低，通货膨胀接近于零的时候，市场将无法从持续上升的市盈率中获利。随着危机的临近，股价开始受影响。一旦风云骤变，通货紧缩之妖将横行无忌，市盈率就会像船锚一样自由下落，回落到只有在高通货膨胀和高利率时才会出现的低位。

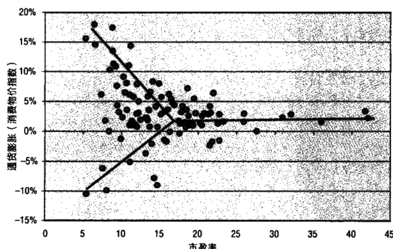


图6—1 Y型效应

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图6—1显示的是克莱斯蒙研究中心制作的“Y型效应”散点图（这张图看起来像一个横放的字母“Y”）。该图显示了市盈率和通货膨胀之间的关系。

当通货膨胀的水平很高或是出现严重的通货紧缩时，市盈率会显著降低。也就是说，当价格不稳定时（字母“Y”的两个分支区），市盈率降低。当通货膨胀或通货紧缩回到一种相对物价比较稳定的状态时——通货膨胀大约在1%时，市盈率开始增长。

再次提醒：通货紧缩的大环境会导致低利率——但这时候的低利率不会导致高市盈率。因此这里的重点是，当经济体系进入通货紧缩时期时，利率会持续下跌，而市盈率也会不可避免地下跌。

“Y型效应”验证了现代金融理论关于股市估值部分，尤其是股息折线模型及其相关版本。股息折现模型认为现在一只股票的价值，是投资者为了获得未来收益以及实现某种回报率所愿意给出的价格。因此，现在的收益和其未来的增长率被折现成一个特定的回报率。随着利率的降低，折现率也出现下跌，股价就随之上升。

话虽是这样说，但在通货紧缩期，对未来收益的预期会下降。因此，即使利率和折现率会降低，高水平的通货膨胀还是会限制未来收益的预期。这又会导致物价下跌，因而使股价和市盈率进一步下跌。就像图6—1的散点图所描绘的那样，“Y型效应”并没有表明，当通货紧缩到达某一个水平时，其对市盈率的影响会超过低利率对市盈率的影响。但是，在低利率和潜在的通货紧缩的环境下，这是一个值得思考的有用的且与直觉不符的路径。

金融物理学模型

金融物理学，就像图6—2所描绘的那样，是克莱斯蒙研究中心用来解释经济与股市回报之间的长期相互作用的关系的术语。我们先记住结论：金融物理学的目标是找到股市的公平价格。我们之前所讨论的两个变量——每股收益（EPS）和市盈率——是我们用来计算股市价值的两个变量。

图6—2以实际国内生产总值（GDP-R）为起始点。GDP-R在近几十年一直处于相对稳定的状态，因此我们认为，GDP-R在长时间里是相对稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。名义国内生产总值（GDP-N）反映的是GDP-R和通货膨胀之和。前面我们讨论到，GDP-N可以延伸出EPS。

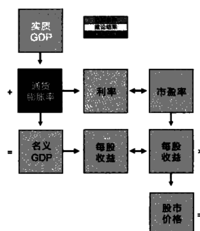


图6—2　金融物理学：传统的思考（假设通货膨胀率为正值）

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

现在，我们来计算相对恰当的（大致的）市盈率的合理倍数，暂且用传统的利率影响市盈率的方法来计算。同样，这张图显示通货膨胀会影响利率的增减。因此，我们可以用图表来描绘利率以及市盈率这两个变量之间的相关性。

尽管大多数人认为利率在这中间起到主导作用，但我们已经讨论过，利率只是一个简单的解释，通货膨胀才是更精确、更重要的变量。由于在过去50年或更长的时间里，人们都只知道通货膨胀，这导致利率与通货膨胀对于市盈率影响的区别很少被人关注。

因为我们预计通货紧缩在未来可能会出现，这种区别因此变得有意义。且不论通货紧缩会不会发生，经济学的学生们最好应了解真正的敌人是通货膨胀，而不是利率这样的副产品。在20世纪60年代之前，利率与通货膨胀之间没有相关性，因此将重点放在通货膨胀上显得格外正确。表6—3显示，在20世纪60年代之后，利率与通货膨胀之间的关系才开始趋于稳定。在此之前，利率即使是经济在通货膨胀和通货紧缩之间交替剧烈波动的情况下依然维持稳定。既然在现代金融市场下，利率与通货膨胀之间的相关性在未来依然存在（个人观点），那么利率可以代替通货膨胀作为参考量——除非市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入通货紧缩期。虽然通货膨胀可以降到负值，变成通货紧缩，利率却会一直在零以上（最差的情况就是降到零）。

表6—3A　市盈率和利率在20世纪60年代之前关系复杂

年代	市盈率	20年期的债券回报率	差额
1900	5.8	3.2%	2.6%
1910	9.8	3.8%	6.0%
1920	10.8	4.2%	6.6%
1930	7.3	3.1%	4.2%
1940	8.7	2.2%	6.5%
1950	7.1	3.0%	4.1%
1960	4.9	4.6%	0.2%
1970	8.3	7.5%	0.8%
1980	9.4	10.5%	-1.1%
1990	4.3	6.9%	-2.6%
2000	3.1	5.8%	-2.6%
平均值	7.5	4.9%	2.2%

表6—3B　利率和通胀率在20世纪60年代之前关系复杂

年代	20年期的债券回报率	通胀率	差额
1900	3.2%	1.4%	1.8%
1910	3.8%	7.4%	-3.6%
1920	4.2%	-0.2%	4.4%
1930	3.1%	-1.6%	4.7%
1940	2.2%	5.7%	-3.6%
1950	3.0%	2.5%	0.5%
1960	4.6%	2.5%	2.2%
1970	7.5%	6.8%	0.7%
1980	10.5%	4.9%	5.6%
1990	6.9%	2.4%	4.5%
2000	5.8%	1.9%	3.9%
平均值	4.9%	3.1%	1.9%

注：平均值代表的是1900年到2002年各类GDP的简单平均值。

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当经济跌破爱丽丝的“窥镜”（Alice’s “looking glass”），进入通货紧缩期，金融自然法则就进入了一个奇妙的境地。就像我们之前讨论到的，在通货紧缩期，未来收益的预期可能会下降。因此，即使利率和折现率下降，高水平的通货紧缩还是会限制未来收益的预期。

结果就像图6—3所描述的那样，我们可以取消股价与利率的联结。因为GDP−R所具有的稳定性，我们将它作为公式中的一个定量。在考虑其他相关的变量时，通货膨胀理所当然的成为计算股票合理市盈率的关键因素。

估值不断走低

在过去的两章里，我们讨论了统计学、周期以及股市在未来十年或更长时间里的回报可能会低于平均值的理论基础。不过，如果近期股市出现一次急跌，可能会促使下一个周期提前到来。叠加作用是导致历史上20世纪八九十年代的长期牛市的多个因素，在目前的情况下，逐渐丢失了稳定近期回报的有利影响。

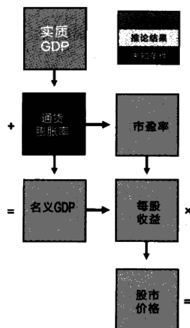


图6—3　金融物理学模型：适用于所有情形

资料来源：克莱斯蒙研究中心（www.CrestmontResearch.com）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们要说的是，市盈率将会降低——将来也许会远远低于目前的数值。这可能会让市场进入长时间的盘整期，以等待收益增长的情况发生；也可能在股价一直下跌到市盈率与长期熊市周期的底部持平时发生。

如果通胀率恢复正常，利率开始上升，市盈率将会下降。如果通货紧缩当道，经济萎靡不振，市盈率也将会下跌。即使是在通货膨胀和利率维持低水平且相对稳定的情况下，由于经济体系长时间地处于不活跃状态，经济和收益的增长速度仍然低于平均值。这意味着市场将会继续盘整很长一段时间，以等待收益的增长。

在上面的所有的范例中，尤其是在股市市盈率高的情况下，收益在未来很长的时间内可能会低于平均值，也可能是负值。这与我们先前讨论的牛熊市分析的结果一致。同样的，外围环境也将动荡不安，与长期熊市相似。

市场中经济驱动力的自然属性，将会导致目前估值过高的股价，下跌到可以体现长期的经济增长潜力的水平。如果能够识别股市周期，找出导致股市周期的原因，我们就可以减少股市被严重低估以及防止未来股市被过度高估的概率。

这几章并不能作为我们所讨论的金融领域的完整参考资料。[①] 但它们可以让你对市场和经济的基本要点以及相互之间的关系有初步的了解，同时给出了一些观察结果，让投资者能够运用到各自的投资决策中。可能有人会用复杂的技术分析来支持或反对我们的分析结果，我们唯一能够确定的是，20年或40年之后，时间会证明这些结论是否正确。

① 克莱斯蒙研究中心建立了一个可以交流股市、利率以及其他金融市场焦点研究资料的网站。如果您有任何的反馈或是建议，请登录：www.CrestmontResearch.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
风险预期



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接下来对于投资人的预期是否合理的分析，是基于一篇发表在《金融分析师期刊》上的很有声望的文章的观点。[①]《金融分析师期刊》是金融领域的顶级杂志，由投资管理和研究协会（Association for Investment Management and Research，AIMR）发行。而投资管理和研究协会则是由分析师和经济学家组成的主流团体，他们没有看空市场。

很多个人投资者根据20世纪八九十年代的20年的投资经验，来假设他们在未来能够获得15%的回报。他们的理由是，指不定在现在的某一天，牛市将重新开始，而他们就可以再一次憧憬过上奢华的退休生活。很多大机构也假定他们的养老金组合在未来每年能够获得9%～10%或更高的增长率。顺便提一下，这些假设可以提高大机构的预期收益。如果机构养老金组合在未来的真实增长率比上面的数字低，他们将不得不向下调整收益，降低对未来的预期。

股市增长预期降低几个百分点，就可能导致很多公司的未来收益预期值降低10%之多。对我来说，AIMR的文章说你想依赖的收益预期，可能会成为海市蜃楼。[②]

我再问一个相似的问题，来确定本章的讨论主题：你有多少次遇到过这样的情况，一个股票经纪人引用伊博森的调查或其它类似的研究告诉你，长期来看，股市每年增长6.7%～9%或更多，所以你应该做的就是坚定不移地

① 我的朋友罗伯特·阿诺德和彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）共同完成了本章内容。彼得·伯恩斯坦是我们这个时代最深刻的金融思考者之一。阿诺德是我最喜欢的基金经理人之一，现在也是《金融分析师期刊》的编辑之一。

② 建议你去查查你持有的股票里有没有公司对他们的养老金计划给出了乐观的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入—持有股票，尤其是永远别卖出他们的基金？

阿诺德和伯恩斯坦告诉我们上述数据极具误导性。如果详细分解这些数字，我们会发现一些完全不同的信息（图7—1）。

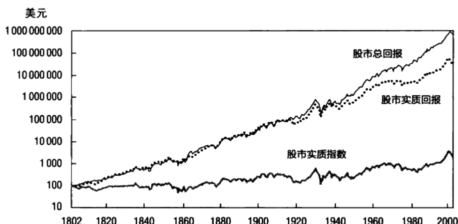


图7—1　通货膨胀和股息回报：100美元的投资回报，1801—2001年

资料来源：罗伯特·阿诺德和彼得·伯恩斯坦，“怎样的风险溢价才‘正常’？”，《金融分析师期刊》，2002年3/4月合刊，第68页。投资管理和研究协会版权所有。由《金融分析师期刊》复制转载，共有所有权。

第一，股市回报的主要组成部分是通货膨胀和股息。如果在1801年投资100美元，再将之后历年所获的股息进行重复投资，到2001年的总资产将是7亿美元。如果去除通货膨胀因素，投资回报仍然是不可思议的3 700万美元。如果再减除股息，那就只剩下区区的2 099美元。

问题在于：从1801年到1982年，股市在不计通货膨胀和股息的情况下，100美元的投资回报只有400美元。而在1983—2001年，股市回报几乎占总回报2 099美元的80%。

这些数字说明：认为普通股在资本增值过程中获得超额回报的传统观点，是错误的；资本增值只是最近20年的事，另外就是泡沫心态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险溢价

债券的回报较稳定，股票却不是如此。传统的观点是，投资股票所承担的额外风险，使得投资者在长期投资中获得更高的回报。债券与股票的这种回报差异被称为风险溢价。但就我们已经知道的，投资股票的回报主要是来自于股息，在20世纪的第一阶段，仅仅股息就比债券的回报要高。最近几十年，投资者才开始倾向于用增长预期来代替实际股息来计算股票的价格。

我的意思是，如今的股市发放的平均股息，远低于十年期的政府债券的回报。但投资者们却认为股价会持续地上涨，给他们带来远高于投资债券所带来的回报，因此，他们不太看重股息。投资者们相信，他们看好的公司的收益会以15%～20%的增值率一直增长下去，从而为高股价作辩护。

一些激进的作者宣称：

1.历史表明，长线投资里，股市风险并没有高于债券的风险；

2.股市的表现很明显要优于债券的表现。

因此，按他们所说，投资者在不承担风险的情况下，未来道琼斯平均工业指数的升幅所带来的股票收益应与债券相同。一些作者认为道琼斯平均工业指数会升到36 000点，当然也有一些人更乐观地估计会升到100 000点。

从历史的角度来看，通过计算我们发现股市投资比债券投资多5%的风险溢价。过去75年的投资回报证明了这一点。

但在1926年，如果你去察看真实预期，基于那时的债券收益率，其风险溢价（股市的预期表现优于债券表现的部分）只有1.4%。这是根据股息率和预期的股价增长来计算的。1926年的投资者没有想过，在接下来的75年里，人们能够从股市获得的回报要比从债券获得的回报高5%以上。尽管在这75年间发生了大萧条和一些严重的熊市周期，他们的期望也比真实所得要低很多。

但他们确实得到了那么高的回报。这也让经纪人和基金经理有理由说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你应该一直投资股市。我们不禁要问：为什么会发生这样的事情？这种事情是怎样发生的？股市相对于债券的优异表现会再次重现吗？

阿诺德和伯恩斯坦对此作出的解释是，股市的高额回报是由一系列不可复制的历史偶然事件造成的。他们认为股市在未来的表现不太可能优于债券的表现。

股价增长的第一个原因是，股价的增长率与真实增长“脱节”，阿诺德和伯恩斯坦说，通货膨胀率改变了债券的估值方法。实际上，在1926年以及之后的很多年，债券的持有者没有把通货膨胀考虑进去。同时，二战之后债券常常出现负的真实回报。最后，债券的持有者开始要求获得更多收益以补偿通货膨胀的风险。债券估值方式的改变，解释了为什么从1926年到现在，风险溢价增加了几乎10%。

第二个原因是，估值倍数显著增高。1926年股市的股价与股息的平均比值为18倍，而现在有70倍。这意味着现在1美元股息的估值，相比75年前，高出了4倍。然而，估值倍数的整体性上升，发生在最近17年。无独有偶，这段时期股市出现了大泡沫。估值的改变，为风险溢价的增长做出了三分之一的贡献。

第三个原因是，1926年的投资者并不认为在美国生存和投资是零风险的。那时很多人对南北战争依然记忆犹新，世界上15家大股市中的4家已经完全崩溃，另外还有一些股市即将倒闭。

那时的美国还没有像过去20年那样，成为世界霸主。第三个历史偶然因素是投资者对美国的信心增加了。这是件好事情，但我们在未来能够获得更多的信心的可能性有多大呢？做一个简单的类比，针对债券和股市，我们现在对国家未来所抱有的信心比75年前，要高出4倍。我们在未来对国家所抱有的信心，还能够比现在再增加4倍吗？我们再回想一下1926年世界的样子，看看那时的起点是怎样的，然后试着将类似的增长纳入对未来的安全感的推导，我认为，在未来，我们可能不会觉得那时要比现在好很多，而且绝对不会好出4倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一点是，监管机构实行了很多管制改革，提高了股市的回报。在21世纪开始的几年里，如果一家公司成长得很好，它的管理层常常提议向自己发行股票，来稀释现有股东所占有的股份，降低他们的回报率。证券法出台后，这种现象改变了很多。这件事很有意义，像这样对股价有提升作用的改革在将来可能将不复出现。

总的来说，那些导致股价显著高于债券的事件基本上都是一次性的事件，很难再重复发生。类似的上升趋势继续向前的可能性很小。因此道指能够上冲25 000点或36 000点的可能性也非常小。

如果风险溢价恢复到正常值，那么不是股市，就是债券市场，又或是它们同时都进入混乱的状态。我的意思是，一旦投资者对股市未来的增长失去信心，开始按真实股息的标准来持有股票或开始要求稳定的收益增长时（本书提及的研究结果一直在强调这种情形很难出现），股市可能就要为此付出代价了。

阿诺德和伯恩斯坦接下来说，过去两个世纪的收益和股息增长率，远低于分析师对未来的收益预测。有意思的是，他们的分析方法与我在第八章所引用的美国国家经济研究所（NBER）的分析方法有异曲同工之妙，得到的结论都是市场的总收益的增长不会高于经济的增长。



我们来看看他们的部分结论。如果能够领会他们的观点，你将可以在接下来的投资环境恶劣的若干年里得以自保。

以十年期政府债券的为基准，历史平均股权风险溢价（equity risk premium）约为2.4%，只是投资者所预计的一半。而“正常”的风险溢价可能还要比2.4%更低，因为2.4%的客观预期，比相对于债券的股票实际超额收益（达到每年3.3%）少了近100个基点。

当前的风险溢价几乎为零，而股票与债券的未来真实回报的合理预期在2%～4%，远低于投资者在做投资和支出计划时所做的假设。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最可能的结局

接下来我们进入更实质的部分：

乐观的情况是，因为风险溢价的“正常”水平不算很高（2.4%或更低），目前的市场估值，无需到达如伊博森的数据所给出的5%的风险溢价（超额回报）的水平。如果发生回归均值的现象——风险溢价将达到2%，横在0%与2%之间的差距，需要股市估值增长1%或者债券的真实回报减少2%（或者股市价值增值与债券回报减少共同达到所要求的效果）才能弥补。不论出现哪种情况，相比为风险溢价上升5%所要付出的代价，要稍微不那么令人沮丧一点。

另一种可能是，2.4%的正常风险溢价与这二十多年的负风险溢价之间的温和差异导致了最近这次股市泡沫。风险溢价回归均值可能不会再发生了，如此一来，在未来很长的一段时间里，股市回报可能与债券的回报相似，但风险更高。

因此他们得出结论：

舆论所认为的正常风险溢价在5%左右的想法，只是投资界根深蒂固的一厢情愿的想法，这是由于大部分投资者的职业生涯最多也就是与1975年开始的牛市一同起步的。这种想法与20世纪30年代的长期看空市场的职业玩家的态度正好相反。现在，投资者们不愿去回忆1963—1983年间大部分的股市10年期真实回报为负数的事实。股市相对于长期债券的超额回报，直到十年前的1993年8月，才转变为正值。

回想起这些经历，投资者们往往会被“这次的情况会不同”的期望所蛊惑。没有人可以一边认同长线投资的概念，一边又拒绝承认将会发生的长周期。实际上，这种危机发生的可能性，比我们所愿意相信的要大很多。当未来的真实风险溢价比言过其实的预期风险溢价要低很多时，那些既贪婪又天真的想要得到5%的风险溢价的投资者们，且过度配置了股票投资的人，必将陷入深深的失望之中。

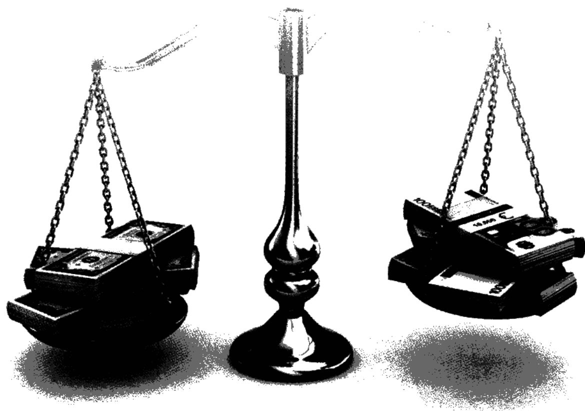
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当读到他们所说的“可能的结局”时，我忍俊不禁。他们重新定义了“可能性”这个词。他们对未来可能出现的情况的看法是：股市下跌50%；或长期利率降低到一定水平，导致彻底而严重的通货紧缩；又或是市场勉勉强强，股市长时间处于盘整期。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
对收益增长的真实评估



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



遵从本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)的教诲，查理·芒格(Charlie Munger)和我让我们持有的可转让证券用其运营成果，而不是它们股票的日报价或年报价告诉我们——投资是否成功。市场可能会在短期忽略企业的成功，但最终会给予肯定。

如同本[①]所说的："股市在短时间里是一个投票机，但长期来看，它是称重机。"

此外，只要一个企业的核心价值以令人满意的速度增长，它的成功被认可的速度就变得不那么重要。

——沃伦·巴菲特

在较长的时间跨度里，衡量股市的标准是收益：实实在在放到口袋里的钱。长期熊市也是较长的时间跨度的组成部分，我们都知道，在这期间采用买入—持有策略的投资者将会很痛苦。而随着熊市的继续，收益变得越来越重要。

前面的章节已经解释过，我们不仅要考虑未来的这个长期熊市的股价下跌，也要考虑其市盈率的下跌。随着投资者对收益的观点变得愈加保守，以及对未来的预期变得更多疑虑，市盈率就会下跌。有得就有失，市盈率下跌的好处就是，经过很长时间的下跌，收益变得非常"廉价"[②]，新一轮的牛

① 译注：指本杰明·格雷厄姆。

② 译注：指由于收益的基数变小了，因此表现为收益增长率变大，收益较容易获得增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市也就出现了。

好消息是，我们相信美国企业的收益在接下来的20年里会增加两倍（或更多），某些行业的公司收益可能会增加更多。但坏消息是，我们的这些预测与现在大部分分析师的预测，相差得不是一星半点。

透明天花板

我们可以将收益比作一个透明的玻璃天花板，很难看得到，但确实就在那里。在牛市周期中，投资者对未来收益的担忧开始瓦解，乐观情绪高涨，这些天花板一击即破。但在熊市里，市场会持续尝试触碰到这个天花板，但无论忽悠分子们如何使劲，也无法让收益冲破这道屏障。

因此未来股票价格上涨的关键在于收益的多少和质量。收益的数额和增长水平越高，股市下跌的幅度会越低，我们离下一次牛市的开始也越近。

本章对你能否理解我的理念很重要：我认为目前的长期熊市可能会持续十年或更长时间。我们首先会了解一些导致公司收益增长降低的外在压力，然后我们会通过两个主要的研究，看看未来收益增长会怎样。

第一步是决定用何种方法来计算收益。市场希望你关注预估收益。有些人将这称之为标准“未扣除不利项目之前的收益”，而我倾向于称它为“扣除利息和税金前的收益”。有人建议你用息税折旧摊销前收益（EBITDA）来估算收益，仿佛这些不是实际存在的商业事件。不管怎样，这让公司提供给公众的收益报告，可以不计入一些实际要出现在所得税上的费用。

第二种统计收益的方式是申报收益，即向美国国家税务局申报的收益（顺便说一下，申报收益并没有扣除掉员工优先股的开支）。

第三种统计方法是“核心收益”：标准普尔和其他一些机构开始采用这类数据。2002年，标准普尔宣布开始采用核心收益——这种计入了员工期权和退休金债务的开支的新标准，来发布企业收益，这比会计行业要早先一步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为，标普核心收益标准将会成为收益的新标准。“这不公平，”多头说，“要想得到真实的历史比较数据，你需要有一个相同的参照物。新的收益标准改变了公司的实际收益率，使我们的历史比较数据不统一。”

对此，我只能回敬一句——胡说八道。1990年之前，尤其是在1975年之前，退休福利可不像现在这样，对收益的影响如此大。那时，资金过剩的情况不多，对未来用在退休金账户的收益的预算也保守很多。查阅1990年之前的数据，我们会知道估算收益和申报收益之间的差别不大。直到20世纪90年代这个金融工程的时代，CEO只需要稍稍改变公司的退休基金，就能让公司的收益增长10%，这也从侧面反映出退休基金收益开始对损益表产生显著的影响。

当然，这种情况对CEO们行使个人期权有帮助，而且公司不用为此而付费。员工期权的开支在1980年之前并不重要，在1990年之前也不是那么特别重要。那些年，税后和申报收益基本上就是核心收益。

会计标准总是在熊市被更严格地执行。熊市的投资者变得较保守，他们对太远的长期收益增长不感兴趣，这也是股市下跌的原因。我们会在后面讨论退休金和员工优先股，现在，我们来看一下近期的收益历史，看看它们是否与我们的预期相符。



收益缩水

2002年第三季度，标准普尔发布了标普500截止2002年6月的年收益报告。并非如汤姆逊公司报道的每股收益44.93美元，标普公司的研究显示每股实际申报盈余为26.74美元。[③]

每股26.74美元的收益，在计入员工期权的开支和养老金债务后，只剩下18.48美元了。一年后，截止2002年6月的年收益经修正后的核心收益跌到17.79美元每股。根据计算2002年的年收益的时点的不同，可能会导致标普

③ 汤姆逊公司是从华尔街的分析师那里获得数据。尽管调查显示分析师的估计常常是错误的，他们仍然扮演着愚蠢无耻的忽悠分子的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500的市盈率高达45倍。很显然，股市仍在泡沫之中。

情况在2003年会变好吗？当然，肯定的。公司的核心收益相对于2002年的底部来说，上升了差不多80%。预期收益同期上涨18%，从每股46美元上涨到54美元，申报收益（税后）上涨63%至每股45.12美元。

不管你使用哪种收益计算标准，收益在萧条结束后的18个月里迅速蹿升。投资者对股市再次充满兴趣，预期未来的收益增长会非常强劲。1999年年底，市盈率是36.81倍（相对于核心收益）。2004年年初，我们发现投资者将市盈率调整到27倍。

为什么会是这样？收益增长很明显已经恢复。按现在的增长势头，大部分投资者不难想象收益的增长会再次达到每年15%，这意味着收益在五年之内会翻一番。经济正在全速前进。通货膨胀和利率维持在低水平。美联储明确告诉我们，低利率会维持一段时间。投资者还有其他要求吗？牛市重现了。

然而，如果你查看的数据长于18个月，你将发现收益增长不见了。我决定去研究牛市中的真实收益增长。我不得不说，当我第一次将历年收益从电子表格中调出来后，接下来的情况让我惊讶不已。之前提到，我认为收益的增长是通货膨胀和GDP增长之和，稍稍高出历史平均值。毕竟，近年来我们处在非常伟大的的经济增长期，但我的估计有误。

截止2003年9月的12个月申报收益为每股37.02美元（2003年的年度收益依然会用这种方式来估计，但数据会与我引用的有些许改变）。而1996年的年度申报收益为每股38.73美元。从1996年起的7年里，每股收益却下跌了4%。通货膨胀在这期间上升13.7%，经过通货膨胀修正后的每股收益下跌19%。这意味着1996年每股股票的收益在7年后的价值下降了很多。

1996年年底，标普500指数到达当时的历史高位740点。

不过这段时间，预估收益倒是上升了20%，这意味着上市公司试图告诉投资者，导致他们收益的改变的事件都是一次性的事件，投资者可以忽略，下一年不会再出现类似的一次性的事件了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核心收益在这七年里成功地上升了3%。提醒一下，不是每年增长3%，而是一共增长了3%。这意味着平均每年的复合增长率少于0.5%。这离每年15%的增长率实在是太遥远了。

我要自曝我的第二大爱好，我老婆对此很了解。我痴迷于数字，喜欢在各种各样的统计数据中寻找相关性；而且我特别喜欢研究表格。④ 当你研究历史数据的时候，事情就会跃于纸上，一目了然。

这些表格所显示的标普500收益只能回溯到1988年。但这也很有启发性。要知道1988年是1987年大股灾的第一年，也是那个大牛市的起点。

1988年的运营收益是每股23.75年。而标普500指数，在这一年年底为277点。因此，这15年的收益增长56%或每年3%。（见表8—1）

表8—1 收益、通货膨胀和标普500

	百分比改变 1988—2003年	相对应的指数价位（标普500）
收益	56%	432
通货膨胀	52%	421
标普 500	360%	996*

*2003年9月30日的实际指数



从1988年到2002年年底，通货膨胀增长52%。也就是说1988年的100美元在2002年应值152.01美元。如果收益与通货膨胀同步上升，1988年每股23.75美元的收益在2003年将会上升到36.01美元。这意味着收益的增长仅仅跟上通货膨胀的增长，在这15年里，经过通货膨胀修正后的真实增长，少于每股1美元（0.92美元）！15年中的收益总增长小于4%，很明显真实复合增长小于0.5%每年。

④ 在www.standardandpoors.com 有一些我喜欢的关于标普500的收益表格。你可能需要做一些操作，但你会找到它们的，或者你也可以通过www2.standardandpoors.com/spf/xls/index/SP500EPSEST.XLS?GXHC_gx_session_id_=5350992f205e73e4&. 来检索。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，过去15年间，标普500指数所涵盖的上市公司的96%以上的收益增长，主要来自于通货膨胀！

注意，这段时期可是包括了20世纪90年代的经济腾飞，造就了历史上最大的繁荣和金融泡沫。美国的GDP从5.3万亿美元增长到10.8万亿[⑤]美元以上。当然通货膨胀对此贡献良多。如果美国的经济增长率与通货膨胀率持平，那么今天的GDP大约为8万亿美元。所以总的来说，过去15年里大约有一半以上的经济增长是真实的。

标普500指数中的公司的收益的增长速度，比不上通货膨胀与GDP的增速之和。

经过量化分析，我们发现标普500的80%的上涨是由估值的上升造成的。相对于1988年的情况，在2003年的时候，投资者更愿意花更多的钱去获得1美元的收益。这可能是因为投资者预期2003年的收益增长率快于过去15年的收益增长率。

1988年底，标普500的指数为277点。如果只计入通货膨胀的增长，那么在2003年底，指数应该是421点。但真实情况是，即使是在熊市，而且修正了部分增长泡沫之后，指数也上涨了2.5倍。1988年年底，市盈率为11.69倍，而之前我们已经提到在2004年2月份市盈率为27倍。

愚人投资

如果你去检索www.decisionpoint.com（我很喜欢的一个网站），你会从网站上的成千上万个图表中发现，如果标普500的市盈率在20世纪的平均市盈率15倍左右，那么股市在2003年的愚人节那一天将会是420点。记住股市一直都会过度修正，这个时候基本上会出现个位数的市盈率，如果市盈率是10倍，那么标普500会降到280点，是420点的68%。这样的跌幅可不好看。

根据对未来收益的估算，如果的市盈率回到它的历史平均水平，那么在2004年的愚人节，标普指数应该上升到750点左右，因为收益在2001年经济

⑤ 译者注：疑原文误用billion代替了trillion。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌入谷底之后开始反弹。记住，历史经验告诉我们，股票的估值总是并且最终会严重地回调到均值水平之下。

我认为我们将进入市盈率为个位数的时代。我也认为这样的时期会持续十年或更长时间，和20世纪70年代以及过去的其他长期熊市一样。在熊市期间，收益会增加，甚至会翻倍或上涨更多（也别太过乐观）。长期熊市里，收益会上升，但市盈率会下降。但这种情况不会迅速的发生，它需要时间。

我们对此应该感激，如果市场今天下跌68%，我们可能会像我们祖父辈那样，遇到类似于大萧条那样的经济衰退期。这可能会非常非常非常的糟糕。因此，也许借助一种比较荒谬的逻辑，我们应该感谢那些股市忽悠分子，是他们在支撑经济体系，让灾难得以延缓发生。但作为个人投资者，我们没必要听他们的话。

希望牛市能够到来以及获得一个舒适的退休生活，是熊市需要很长时间而非几个月就能走完的原因。可能至少需要再经历两次衰退，投资者才会让步，我们才能够见到熊市的底部。对此我们应该庆幸。如果道琼斯指数在下个星期跌到4 000点，我们很快会面临一个严重的衰退期甚至是大萧条。但因为这个下跌会持续几年，我们会很“享受”温和的衰退以及一个为期十年的勉勉强强的经济环境。又因为你知道接下来将要发生的事情，你可以调整投资组合，并且获得很好的收益。对其他不知道接下来要发生什么事情的人，我只能深表遗憾了。



没有一个牛市在开始的时候，其市盈率会像现在的市盈率一样高。这是为什么我认为近期的上涨行情是熊市中的反弹的一个核心原因——即葛兰森所说的“傻瓜反弹”。在我们见到真实收益的上涨之后，真正的反弹才会开始。

现在，如果你同意不为难我这个报信者，那就让我们仔细地解析标普500走势，看看未来会发生什么。先强调一下，这不是探讨我们是否应该计入员工期权开支的辩论。这种计算收益的方法将会成为主流，所以投资者对此要面对现实。企业的养老金债务的账户和很有可能发生改变，这将显著的增加股市里大部分公司的获利压力。对于投资指数基金的投资者来说，这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须正视的问题。指数基金以及相关的证券基金，尤其是那些投资大公司的基金，在十年之后，将会无人问津。

隐藏的员工期权开支影响收益

像纳斯达克指数和标普500这些大型指数中的大科技公司，在投资界很受欢迎。这些科技公司将要面临支付其员工期权和向员工支付更多报酬，以在激烈的竞争环境中生存下来的困境。

贝尔斯通（Bear Stearns）在2002年的公告中指出，2001年标普500的整体运营收入，在用员工期权的公允值调整之后，下降了12%。这个损失看上去并不严重。但如果我们稍微改变一下分析方式，更加残酷的统计学意义上的数据将会显现出来。[⑥]

计入期股费用会对纳斯达克股市造成怎样的影响呢，对此我很好奇。纳斯达克的上市公司中有很大比重的公司在给予员工期权时很大方。而标普500比较受传统型公司的欢迎。实际上，贝尔斯通的报告所说的绝大部分的期权费用，来自于标普500中很少的一部分公司，对这些公司来说，期权费用的影响要显著得多。大体上，这样做的公司也是在纳斯达克上市的大公司。

我们做了一份电子表格，分析了纳斯达克最大的15家公司。这15家公司市值约2万亿美元，为纳斯达克指数贡献了37%的权重（2002年的夏天）。我们输入了这些公司在2001年的预期获利，真实获利以及期权的平均开支，然后让电脑来告诉我们这些对公司市盈率的影响。[⑦]

以微软为例，微软在2001年的预期（运营）收益为110亿美元，真实收

⑥ 有些人可能会反驳说，2001年已经成为历史——现在已经完全不同了。就像我们会看到的，现在的情况依然很相似。世事变迁，唯此不变。

⑦ 请注意我所得到的是大概的结果，并不那么精确，因为不同的公司采用不同的会计年份，拥有不同的开支项目，又或许有些公司在2001年的表现不佳。并且，我们用2002年8月份的股价来比对2001年的收益。不过，我们所用到的原理一样，而且公司所面临的问题仍然存在，并没有减少，在我写下这些时，股市还在上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益为73亿美元。微软需要支付的期股费用为33亿美元。按今天的股价来计算，其市盈率为34倍。期权费用开支，使得收益减少了46%。按2001年的收益计算，市盈率上涨到63倍。

而上述的15家公司，在2001年的总预期收益为250亿美元。真实收益接近一半，为130亿美元。但这15家公司的期权费用开支总计为125亿美元。这意味着总预期收益减少了一半，而真实收益，只有4亿2 300万美元，其中误差为几百万美元。

扣除息税前的收益

这15家公司的总市值大约为7 500亿美元。这就是说，如果我们用这些公司在2002年8月份的股票价格除以2001年的收益（计入期权费用），市盈率大约是1 789倍。

不过康卡斯特公司和思科公司的对此负有很大责任。如果去除它们48亿美元的损失（计入期权费用）造成的影响，市盈率就回到比较合理的水平——142倍。

值得注意的是，如果不讨论微软，那么剩下的14家公司的收益总和是负35亿美元。这也是说，纳斯达克除微软之外最大的十四家公司，在支付各自期权费用后，居然没有盈利。这14家公司中的7家，在支付期权费用后出现亏损。



我们来想一想这些数字的蕴含的意义。

首先，尽管一些大公司销售了很多产品，但如果将期权开支考虑进去，这些公司可能会面临亏损。鉴于会计行业可能很快会要求公司将期权费用计入损益表，这可能会对公司的运营策略产生重大影响。这也是人们质疑公司整体运营的原因。

作为CEO，如果无法让公司赚钱，你就不必奢望公司的股票价格上涨。这意味着你需要削减开支，提高产品价格，或停止发放期权。如果你一直在用期股作为支付雇员酬劳的主要方式，那么你可能进退维谷。停止发放期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股，员工薪酬会降低，引起不满。

企业还能够削减多少成本？在一个产能过剩、竞争激烈的市场，一家公司能将产品价格提高多少呢？

对一些公司来说，这些都只是在说利润会下降到一个新的水平。而对于那些热衷于发放期权的公司，这也意味着它们将面临严重的压力，除非停止发放。

第二，上面的那些困境已成为历史，这些公司现在已经开始出现盈利。在新会计准则和差强人意的经济环境里，盈利的增长将会缓慢很多。这说明在股市里，投资者们只能得到很低的收益，也这就是说股票的价格会下跌。（尽管会有类似目前的反弹行情）

第三，这些都是大公司。这些公司的收益不会再有15%～20%的复合增长率。我们在后面将会了解到，这很难实现。15%的复合增长率，意味着公司的收益每5年就翻一番。现实是一家公司很难再去创造出10亿美元的收益流。大公司的增长率遵从自然法则，渐渐缓慢下来。增长的减缓最终意味着低收益。

最后，考虑了所有的情况之后，我想问，为什么一家大型高科技公司的估值会高于制造电视机或冰箱的公司？它们都面临很大的竞争压力。它们都是在制造带外壳的产品，将来的增长率相似。随着产业链趋于成熟，利润空间降低，最终投资人会失去耐心，将纳斯达克的这些低收益科技公司同那些旧经济体系的公司归于一类。而企业的实际收益与收益的潜在增长率将成为衡量企业的标准。

如果想找一个成长型的股票，你应该去一个未成熟的行业找小公司，而不是类似于思科、英特尔、高通、美信这样的大企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离底部还很远

最近几年我一直强调的一个主题是纳斯达克的股票相对于其他传统的股票来说，已经严重被高估了。前面提到的粗略研究，已经证明了这一点。

假设高科技公司的CEO已经意识到危机而砍掉了很多员工期权，公司有惊无险，那么，到手的收益会是250亿美元，而不是预估的区区几亿美元。这也会使他们的股票市盈率停留在30倍左右。这有可能发生吗？有可能，但在一个增长缓慢的经济体中很难发生。

纳斯达克指数比其他市场的指数要脆弱。[8] 按历史的标准分析，相对于现在的股价水平，上面说的15家公司的市值，在未来可能要跌去50%。如果按照熊市的标准分析，未来的股价可能更加惨不忍睹，我就不详加述说了，反正都是估测。另外，如果我告诉你这些股票未来可能会下跌50%，不会促使你现在卖出股票，那么就算我说情况会更糟糕，对你来说也没有什么差别。

纳斯达克猜想

按照1996年12月底的统计，在纳斯达克上市的公司总计5 556家。但到2004年，上市公司数下降到3 600家左右，并且一直在减少。纳斯达克指数是由幸存公司组成的。如果一家公司被剔出成分股名单，这家公司就不会再拖累指数。这直接导致指数看上去比投资者真实经历的股市状况要好。这被称为幸存者的偏差效应。

从2000年3月算起，纳斯达克股市的市值大约蒸发了4万亿美元。

投资者开始担忧股息和上市公司的存活问题。这也让那些传统公司重新

⑧ 译注：http://www.google.com/finance?q=INDEXNASDAQ:.IXIC 这是纳斯达克历年的指数记录，纳斯达克指数在2000年3月10号，见目前为止的历史顶点5048点。在作者写此书时的2004年1月，纳斯达克指数为2100点左右，之后一路上扬，在2007年10月26日到2804点。经历2007—2008年的经济危机之后，纳斯达克指数于2009年3月6日见底1293点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到关注。这样的公司大部分都属于500指数成分股。尽管当我们进入长期熊市时，标普500指数也会下跌，但不会像纳斯达克指数一样，跌得那么厉害。

我认为纳斯达克指数跌到标普500指数之下的那一天会到来。[⑨]

养老金连环套

科技股先在此打住。美国的那些老字号公司会怎样呢？通用电气、达美航空、约翰迪尔公司将来会怎样呢？它们的股价已经下跌了很多，现在的价格很超值吗？

不，事情并非如此。我们来看一下资金没有着落的养老金负债。这是一则已经被市场讨论过的旧闻，还是在其后还有什么未被发现的真相？我认为是后者，新的数据已经发布，我们来看看这些数据背后的含义吧。

首先，标普500指数中有360家公司拥有固定收益养老金计划（Defined Benefit Pension Plans）。因此这360家公司保证会向他们的退休员工终身支付一定的退休金。（请记住终身这个词，很重要。）

瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston，CSFB）估计，上面这些公司在2002年的资金未有着落的养老金负债大约有2 430亿美元。摩根士丹利估计为3 000亿美元。2001年，各家公司的公告显示，他们从养老金基金中获利1 040亿美元，但实际上他们的养老金基金资产下跌了900亿美元。瑞士信贷第一波士顿估计这些公司在2003年的养老金的已申报损失为150亿，实际损失可能是这个数字的很多倍。现行的公认会计准则（GAAP）并不要求公司申报损失。实际上，初步估计这部分养老金负债可能已经增加了1 000亿美元，即使股市经历了2003年反弹。

⑨ 译注：标准普尔的数据连接如下：http://www.google.com/finance?q=INDEXSP%3A.INX 在作者写此书时的2004年1月，纳斯达克指数为2 100点左右，标准普尔为1100点左右；之后两个股市的指数都一路上扬，纳斯达克指数在2007年10月26日到2804点，而标准普尔指数在当年10月12日到达1561点高点；经历2007—2008年的经济危机之后，纳斯达克指数于2009年3月6日见底1293点，标准普尔于同日见底683.38点。综上所述，到目前为止，纳斯达克指数还没有跌到标普500指数之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不用理会已公布的损失数额。上市公司一般只会公布收益。如何将一个公司扭亏为盈呢？你只需要向一个养老金基金顾问咨询未来几年的收益估值，如果未来的收益可以覆盖未来负债，你就可以将这之间的正差额放到公司的资产负债表里。如果需要更多的收益，你可以提高估值。这种事情在20世纪90年代很容易办到。

艾波吉研究机构(Apogee Research)的埃瑞克·弗莱（Eric Frye）告诉我们，有一项关于美国前一百家大公司的固定收益养老金计划的研究。尽管这100家公司有95家的固定收益养老金预计在2001年出现亏损（2002年依然会亏损），但其中的88家仍然预测他们的养老金基金投资，在未来会获得9%或以上的回报。希望犹如泉涌一般，永无止境。

复利可以称得上是世界上的第八大奇迹。如果假设每年的投资回报为9%，那么你的投资组合每8年就会翻一番。如果基金回报为9%，你可以用这些回报来填补公司的收益；你也不必为养老基金支付现金，因为复利会让你的股票期权创造奇迹般的增值。

让我们看一下每年9%的复合增长会造就出什么样的结果。为了突出重点，我将事情做了一些简化，不过还是能让你明白大概的思路。

假设8年以后，ABC公司的养老金基金账户需要有20亿美元的资金，才能够支付退休员工的退休金。而本年年初，它的养老金基金只有10亿美元的资金。如果基金每年增长9%，那么8年后差不多变成了20亿。可是第一年的市况糟糕，基金因此损失了1亿美元，只剩下9亿美元了。此时，基金留下1亿美元的缺口，如果公司这时候再拿出1亿美元拨款，以及第一年应该赚的9 000万美元，然后基金再以9%的速度增长，8年后基金的获利与预期相符。



如果基金的启动资金是12亿美元呢？它在第一年依然亏损了1亿美元，只要基金每年的增长率是9%，其资金仍然高于所需，所以ABC公司仍然可以在它的年度财报上列人这项收益。如果该公司将回报率拔高，他们还可以录得更高的有名无实的获利。

重点在于，ABC公司假设未来的每一年，其基金的回报率都是9%，而比较接近事实的增长是6%左右。假如你预计每年的回报为6%，ABC公司以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10亿美元作为启动资金，8年后公司的养老金资产是17亿美元，尚留下3亿美元的缺口。如果以12亿美元作为启动资金，8年后养老金依然会留下1亿美元的缺口。按照目前的公认会计准则，ABC公司应该要从收益中拿出一些钱，来填补养老金基金。但你觉得ABC公司的CEO会让他的咨询顾问告诉他，6%的增长率才是合理的吗？你可能觉得没所谓，考虑到他的股票期权，他不会让这样的事情发生。[10]

通用汽车发布的年度财报说2001年公司收益是6.01亿美元。但这一年它的养老金基金损失了70亿美元。如果通用汽车将2001年年度财报上的收益更正为64亿美元的亏损，对公司的股票会产生什么样的影响？

不仅仅是通用汽车公司，比如说美国航空公司，根据瑞士信贷第一波士顿的估计，该公司的养老金计划在2002年年底的缺口是33亿美元，是公司在2003年5月的总市值的7倍之多。

“美国航空今年（2004年）已经向养老金基金支付了2亿4600万美金，”该公司的发言人安德里亚·雷德（Andrea Rader）说，“这个缺口应该不足以引起投资界的恐慌。”“同其他人一样，市场的表现会伤害到我们，但投资是一项长期性的事情，”雷德说，“这些只是股市暂时的波动，会平复的。”

我喜欢美国航空。我是她的终身白金会员（200万英里的累积飞行里程），这说明我花在他们的飞机上的时间可不少。我希望美国航空会繁荣发展下去，因为我需要它的服务。但我觉得，如果美国航空担负着33亿美元的养老金债务，而它的市值只有这个数目的七分之一，我应该对此保持警惕。如果该公司继续出现赤字，我可能会更加警惕。

雷德的引述，是我所知道的美国公司的典型的官方语言。他们无一例外地希望股市会上涨，以让他们的投资获利。他们在长期熊市的环境下，仍然做一些不切实际的回报假设。他们总是在谈论长期回报，而公认会计准则

⑩ 我明白真实情况要比这复杂多了。你需要考虑到退休员工会存活多久，养老金的负债会持续很多年而非仅仅8年的时间，诸于此类。但原理是一样的。而真实的运作方式则要复杂很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，长期是以后的事情，他们的大话被无情揭穿了。

标普500指数成分股公司的养老金缺口大约为2 460亿美元，这还是在你认同他们对未来的高回报率的假设基础上。如果将回报率调整为6%，问题可能会更严重。

多头们可能会说，“我们在过去5、10、15、20、25年里的回报率超过两位数，低于7%的回报率是可笑的，不是吗？”

我的回答是——不见得。下面引用罗伯特·阿诺德在他的一份私人文件中提出的观点：

假如说一项资产的投资是由70%的股票和30%的债券（6%的收益率）组成。为了让总资产的投资回报达到9%，股票的投资回报率必须达到10.7%。股票回报由四种因素组成：

1.5%：股息率；

+2.5%：对未来通货膨胀的一致看法；

+0.0%：市盈率的增幅（市盈率还敢再高一点吗？？）；

+？？：股息和收益的真实增长。



根据以上的计算表明，如果假设回报率是7%，股息和收益的真实增长需要到达3%才能够达标。对此，市场可以表现得更好，不是吗？不是，历史的股息和收益的真实增长大约在1%～2%左右。想要有3%的经济增长，我们必须转向创业资本主义，也就是成长型的新公司。但现在这些公司的持股人，并没有参与这部分的GDP增长。因此，即使是7%的股票回报率可能都过于乐观了。想要从股市中获得10.7%的回报，股息和收益的真实增长要达到7%，这个数字远高于经济学家们对一个巨大的经济体的经济增长速度的预测，更别提一个不包括创业资本主义的经济体了。

如果养老金的债券组合的回报开始减少会出现怎样的情况？在目前的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，不承担一点风险就很难获得5%的回报率。如果你的投资组合里有70%的比例是股票，另外30%为债券，在5%的债券回报率的环境下，想要投资组合获得9%的总回报，你的股票回报率要达到差不多12%才行。但万一道琼斯指数在下一个衰退期跌到6 000点以下，纳斯达克指数跌到600点以下会怎样？万一你的投资组合在接下来的几年里录得亏损怎么办？

如果你的投资组合亏损了20%，资金缺口将会是多少？这个数字大得令人难以置信。根据CSFB的预测，如果标普500指数的所有公司将他们的预期回报从现在的9.2%调低到6.5%，那么这些公司的总收益将会减少300亿美元。如果道琼斯指数跌到6 000点，后果将难以预测。记住，在经济衰退期，股市的平均跌幅是43%。后面的章节会谈到，为什么我们会认为经济衰退期在几年后会来临。

联邦法律规定，如果一家公司的养老金计划的储备金达到90%以上，那么剩下的10%以内的差额只须在未来30年内补齐就可以了。但如果储备金在精算师要求的90%以下，公司必须在3～5年的时间里将差额补齐，在这种情况下，公司每年需要向养老金计划大量地拨款。

现在你知道问题出在哪里了吧？你会发现，在愈来愈严格的监管之下，会计师事务所越来越不喜欢9%的收益假设。但如果他们将收益调低为7%，各个公司也必须降低预期收益，而这将导致公司的养老金计划的敞口超过10%。这表明这些公司在未来五年里，要从收益里直接划出大量的资金投入到养老金计划。如果股市下跌更严重，补贴到养老金计划的金额将会更多。任何会计伎俩都没办法掩盖这些公司的负债。

在2001年，如果不计入养老金基金的假获利，有82家公司的收益会减少一半。这些公司在乞求新的牛市快点出来给他们解围。如果这些公司被要求申报真实的损失，而非用获利假象来掩盖会怎样呢？在某一时刻，公司不得不“吞下”那些所谓的收益。在养老金基金缺口愈演愈烈的未来，这些都将会在未来收益报告中体现出来。

这是在暗示上述的公司将要破产或倒闭吗？不是。大部分公司有能力从现金流中抽出钱来偿还负债。很多公司轻易就能办到。但这意味着公司的收益会降低。在某些情况下，收益将显著下降。航空业的养老金负债超过120

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元。但航空公司连利润都不能保证，更别提偿还这样巨额的负债了。这意味着航空公司、以及其他情况相似的公司的股价会越来越低。标普500指数中有360家公司采纳了固定收益养老金计划，占据了上市公司中的很大一部分，上面的情况会很大程度上影响标普500的指数。这是压在未来几年股市头上的一座大山。

我们来总结一下：大多数公司都面临困境。因为预计股市在未来的增长速度会快于当下（2004年）的股市表现，大部分公司高估了未来的收益。这说明，公司不仅不会从养老金基金中获得收益，甚至还会出现他们没有计算过的养老金负债。

上市公司在未来几年里就会面临这种问题。我愿意和各位打一个赌：当这些公司不得不做出账目调整时，他们不会将原因归于当前或未来的收益。他们会重提过去几年的收益。他们会抱怨经济状况、股市行情以及太阳黑子。他们会炒掉现在的投资顾问，聘请一个保守的投资顾问。但不管怎样做，结果必然是，未来的估算收益仍然是正数。而所有的损失都是因为前面那个投资顾问的错误假设，求求各位千万别抛售我们的股票。

你就当我是在冷嘲热讽吧，但如果你像那些大公司的CEO一样，收入主要由股票期权收益益构成，除了如此，你还能做什么呢？怎么做，无非都是换汤不换药。



但是，如果重新公布收益的大幅缺口，公司的股票很有可能受到股市的重击。你很有可能被公司股东联合告上法庭。当然，公司管理层可能会以“独立”的预期收益作为借口，来支持公司的收益假设。这在后安然时代，只能是一个禁不起推敲的借口。

这些假设都将会改变，即使管理层万般不情愿。

在结束这节讨论之前，我再提一下今年《波士顿环球时报》（*Boston Globe*）的报导，养老金基金可能要重新修改它们的寿命预期统计表格。由于人们的平均寿命增加，养老金基金需要支付比计划预想要多的钱。不要忘了医疗费用，很多养老计划包括这一点。类似的开支在逐年增加，随着平均寿命的延长，这些将变成公司收入的负担。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在的情况是，一些公司的实际受益人变成退休员工了。而公司股东的利益将退居次席，其中的大部分投资人就直接出局了。

温迪·格莱姆因素

我们来谈谈市盈率在经济继续增长期间变得更糟糕的第二个原因。我将它称之为“温迪·格莱姆（Wendy Gramm）因素”。

在安然事件被爆出时，温迪·格莱姆很不幸的刚好是审计委员会的负责人。她曾经是商品期货交易委员会的负责人，也是参议员菲尔 格莱姆（Phil Gramm）的妻子。像我们这些熟悉她的人都知道她聪明、诚实，和所有你认为是正直廉洁的人一样。德克萨斯州的一些人在之前甚至认为菲尔 格莱姆以后会去竞选美国总统。

她怎么会任由安然出现如此令人发指的会计丑闻呢？她难道不应该为安然事件负责吗？毕竟事情是在她的眼皮底下发生的。

这恰恰说明了问题所在。如果一个温迪·格莱姆会被安然的管理层、会计和律师们耍的团团转，其它的审计委员会成员还有什么指望呢？我可以告诉你，所有美国公司的审计委员会需要进行深刻的反思， 尤其是安达信公司。

公司董事会的成员就像野外生长的蘑菇那样：在黑暗里被马粪滋养着。（我那不德高望重的父亲还有更有趣的比喻，不过不说了，我相信你已经懂我的意思了。）

很多公司董事会并不是用来监管公司的管理，而是为管理部门提供帮助。你需要与另一家公司的负责人交流一番吗？你可以打电话给你的董事，他可能是另一家公司的董事会成员，而这一家公司的董事会里正好有你要找的人。这就是有些人常常是很多家公司的董事会成员的原因，并不是因为这些人比那些从通讯录里找出来、带到谈判桌上的人要聪明。董事会成了名义上协助管理的董事会，却很少会在公司的大方向上进行监管。管理层通常会很自由——除非管理层太糟糕了，被董事会换掉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这种情况将被改变。董事会的成员不再是摆设了。他们绝大部分现在是或曾经是资深的商人。成为一家大公司董事会的成员不再被看成是一种福利，现在看来更像是一种负担。为什么要为了一点点钱（相对于你的个人财富来说）让自己的名誉和财富面临着被起诉的风险？对安然、世通公司和环球电讯的董事会审计委员会的成员来说，那点钱真是太不值了。温迪·格莱姆因素现在成为现实，整个国家的董事会成员都希望自己能够避开这一点。

将来，你会看到董事们要求董事会与公司的会计部门独立开来。有些董事会成员会要求会计师将公司财务在交给管理层之前，先交送给董事会。我相信董事们在一些有争议的地方会向外界寻求法律咨询，也会请公司以外的会计师来协助查看财务方面可能的问题。他们将会变得谨慎而保守。

最近的一篇的文章指出大公司的审计委员会举行会议的频率，比过去增长了50%。我敢保证，会议的过程会让人感觉到非常紧张。

来自于股东的每一次新诉讼都会让董事会更趋于保守。有这样的董事会站在身后，操纵收益将愈加困难。董事会将会要求管理层尽可能实事求是地公布收益。

但这不仅仅会改变董事会成员，这也会影响到财务人员和公司的法律顾问。美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission，SEC)制定过一项规则叫做102.e，规则指出：如果你给出了一个具有误导性或错误的建议或审计，你会被SEC取消为上市公司做审计的从业资格。



我的身边全是一些要确保我的所作所为都符合规定的财务人员和律师。我需要他们来帮助我遵守各种规定。过去，如果这些人犯了错误，我就会有麻烦。我会是那个要对事情负全责的人，而他们甩甩手，回去继续干他们的工作就行了。

你已经可以看到这种风气在改变。我们将会看到法律法规要求财务人员和律师对他们的意见负责。坦白地说，我会喜欢这样的公司。

这是好事情，不仅仅是因为让我们见到的那些人变得更加可信。我很依赖谨慎的委托人和律师。他们有明确的指示让我远离危险。我可不想将这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危险都经历一遍。

但我发现竞争对手公司在做一些我的律师不允许我去做的事情。一个比较保守的环境为绝大部分公司提供了平等的竞争环境，让公司尽力诚实而公正。虽然这是一个进步，但它对收益来说可能会带来负面的影响。保守的财务方式意味着做假账的空间比较小。

看似合理的期望与非理性的繁荣

我们来简单地看两篇关于未来收益预期的重要文章。第一篇是美国国家经济研究所的三位经济学教授——路易斯·K·C·陈（Louis K.C. Chan）、杰森·卡斯基（Jason Karceski），以及约瑟夫·拉格尼沙克（Josef Lakonishok），关于长期收益趋势的分析。

首先这些教授研究了大量上市公司过去50余年的收益状况。他们将重点放在两件事情上：投资人和分析师所认为的很多股票将在相当长的时间里稳定高速上涨的预期，合理吗？我们可以提前辨别这些稳定高速增长的公司吗？

结果是，第一个问题的答案是不太可能。我们来看一下他们的结论，[1]以及针对结论的相关讨论。如果你想要了解未来几年股市的本质，这些论点对你来说会很有帮助。我们一起来看一下。

我们对业绩增长率的预期中间值，与该时间段的GDP增长速度非常接近……在没有计入非经常性项目的损益前，企业每年的实际收入的增长率大约在3.5%（经通货膨胀校正以及扣除股息之后的收益；在这之前的收益增长率大约是10%）。这与GDP的真实历史增长率相似，真实GDP在1950—1998年间的年平均增长率为3.4%。我们很难想象，企业的长期收益增长率会高过GDP的增长率。

尽管有一些公司会获得惊人的增长，但这样的公司很少见。比如说，

[1] 结论主要引用他们的原文，但为了便于阅读，我做了相关编辑，也突出了一些重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有10%左右的公司会在十年左右的时间里，其收益增长率能够达到每年18%……平均来说每年只有4家公司的增长率（0.3%）可以连续十年高出平均值（前50%）……最近几年的数据并没有远离这次研究样本所给出的平均值。能够连续多年创造高于平均增长率的公司，少之又少。

评论：这是大型投资机构会分别投资如大、中、小型成长股；大、中、小型价值股；各种不同类型的资产等的原因。基金评鉴公司晨星（Morningstar）将股票分成几十种不同的类别。如果你是机构投资管理人，你要做的就是决定向每个投资类别分配多少资金，然后找一个有能耐的基金经理，让他管理某一个投资类别的钱以期战胜大盘。

个人投资者读了上面的评论可能会失望。股市的平均表现只是与经济的增长差不多吗？投资回报要高于3%我才能退休呀。然而，机构投资的管理者则认为，如果能够获得稳定回报，他的收益将会是3%的稳定回报，再加上股息以及基金经理们为他提供的额外回报。长期下来，这样的回报率所带来的复合回报会很不错。加上通货膨胀，你可以为投资人带来相当丰厚的回报。

如果你没有准备以机构投资回报为生，那么你可能需要思考一些不同于现代证券组合投资理论的投资方法。除非采用巴菲特或约翰·坦普尔顿（John Templeton）的投资策略，否则你的投资不太可能战胜大盘。80%的共同基金的收益都没有超过行业基准。而投资人却常常乐观地认为自己的投资回报会高过投资专家。当然确实有一些投资者可以做到这一点，但我的经验是，这种人很少见。后面会告诉你如何运用正确的理论来选股。



回到他们的报告：

证券分析师对长期投资的预期……过于乐观，且从长期来看不切实际。总结如下，分析师和投资者相信很多公司的收益，能够多年稳定高速地增长……但研究资料显示，稳定高速增长的企业像买彩票中奖一样，很少有。

企业的收益不能保持稳定高增长的现象，与竞争性的市场中超常的获利不会一直持续下去一样……投资者所认定的收益增长率比实际的增长率要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定，因此，他们趋向于认为过去表现出色的股票（或过去表现不佳的股票），在未来的表现会依然如故。

……总之，分析师的预言和投资者的估值，都反映出投资领域中的一个流传甚广的观念：很多公司的收益能够实现高增长。这种观念类似于打篮球时或者证券基金里常说到的“手气好的人”。

……没有证据能够证明“持续的可重复性的”增长。反而是，能够持续创造收益高增长的公司数量少之又少。

上一段多读几遍，背下来。报告继续讲到：

不同类型的公司（比如科技公司或制造型公司），用各种定义的“一致稳定快速成长”标准来评价，其结果都一样。直说就是，提前发现下一个类似于微软的公司的概率，跟中六合彩一样小。

评论：三位经济学家说在段话里想表达的意思是，随机的投资很难带来100倍的回报，即使是投入大量精力进行研究，投资收益很大程度上还是要依靠运气。市面上有成千上万的小公司都认为它们自己会成为神话。

接下来，研究报告称：

这项发现与经济学理论所预期的现象类似：竞争压力会压缩企业的超额收益，因此收入的成长速度会回归到一个正常的水平。按照分析师预测，成长性处于前20%的公司的五年期收益平均年增长速度为22.4%，但真实的增长率却只有可怜的9.5%。[12]

研究人员按照分析师的预测建立了一个样板投资组合。可以预见，投资组合中的重头戏的实际回报只有分析师的期望值的一半：11%的实际回报相对于22%的预期回报。“这些结果表明，我们应该谨慎对待估值研究报告中的预期增长率，不要过分依赖长期投资预测值。”

⑫ 三位研究者还指出，成长性处于前20%的公司的五年期真实回报率相较预期也会偏低，因为这之中的很多公司可能会在这段时间内破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后是一段非常冷静的结束语：

整体来看，我们的研究结果表明：投资者应该谨慎对待那些市盈率偏高的股票。很少有公司能够在如此高的估值下实现稳定的高增长。历史数据显示，一些公司获得了耀眼的增长率，但这种情况很少见。回顾历史记录，在股市生存下来的公司中，只有5%左右的公司，保持了10年以上年增长率超过29%的增长。而对于那些大公司来说，增长率能够连续十年超过29%的公司少于1%。

因此，历史模型对分析师的那种估值的可持续性提出了质疑。比如说，差不多有3%的公司的增长率能够连续五年高于所有公司的平均值。这刚好与随机性的概率相同。

结论是什么，相信不难得出。

首先，很明显华尔街最聪明的人（总体来讲）被证明是非常、非常、非常不善于估计企业未来潜在的收益以及股票的成长性。

接下来的几年里，投资机构和分析师之间会出现新的竞争方式。投资者将逐渐忽略过分乐观的分析师，开始寻找能精确估值的分析师。这种现象不会马上发生，因为投资市场仍然需要那种投其所好的分析师。但随着长期熊市的持续，投资人的耐心会逐渐消失，你会看到市场对未来的预期与真实的增长越来越一致。这至少需要4～5年的时间才能成为标准状态，但主张的核心收益标准，已经开始成为一种趋势。



如同告诉你的朋友你有一个保守的律师一样，投资者将会去寻找保守的分析师。过分乐观的分析师被认为会为个人投资组合带来风险。合理而精确的预期，是我们所追求的风格。

其次，股市的整体指数的增长速度，长期来看，不会高于经济的增长率。因此，如果指数在过去几年大幅上涨，那么接下来指数可能会一直下跌，回归到平均增长曲线；或者是经过长时间的盘整，直到收益的增长与股市的指数持平。不论会出现哪种情况，投资者都会很沮丧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%的稀释

我们来学习一个来自于两位美国顶级投资者的研究成果。该研究显示：美国所有企业的收益增长率都低于GDP的增长率。当你细致的分析你所看到是数据时，你会看到一些有趣的现象，也会知道美国国家经济研究所的论文所提到的增长率的实际来源。按惯例先看结论：增长率不是由大公司创造的。这对于希望从个人的股票组合的价值有所增长的人来说，是一个很重要的观点。

这项研究的两位作者分别是第七章中介绍过的罗伯特·阿诺特和效率边界顾问有限公司（Efficient Frontier Advisors，LLC）的负责人比尔·伯恩斯坦（Bill Bernstein），伯恩斯坦发表过很多重量级的研究。[⑬]

在一篇文章中，伯恩斯坦和阿诺特告诉我们，投资者认为现有公司的收益增长率会高过经济的增长。而他们有两个证据，可以证明投资者的想法是错误的。第一个是：经济的增长主要是来自于新建企业，而不是来自于现有大公司的收益增长。研究报告显示，在20世纪，股价与股息的增长率比美国的实际宏观经济增长率低2%。

（投资者被告知）……新的技术革新、低派息率的“新规范”以及公司内部再投资，使公司的收益增长率比过去更高，5%的真实收益增长很容易实现。

如同圣诞老人的童话一样，这个故事很受欢迎，但从未被当下可以观察到的证据或历史事件所证实。

第二个错误观点是：股票回购中能够提升每股收益。对单个公司来说，情况可能是这样的；但如果从整个公司层面上来看，你会发现市场上每年新股发行的数量，总是超过股票回购的数量的2%左右。我们将给出一些实际的数据，然后再分析这些情况对投资的影响。

⑬ 伯恩斯坦同时是俄勒冈州库斯贝市的职业神经学家，一位投资经理人。他的新书《财富的诞生》（*The Birth of Plenty*），在出版后将成为我的必读书籍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的美国经济比1800年增长了大约1 000倍。历史数据表明经济的增长率极其稳定，大约是每年3.7%。这带来的好消息是，长期的经济增长很稳定。坏消息是，我们没有理由相信一个“新规范”能够提高经济的增长速度。美国历史上出现过很多次的“新规范”：铁路、汽车、电力、轧棉机、收割机、电话等等。它们都为经济带来巨大的推动作用，但没有一次创新使得经济的增长在相当长的一段时间里高出历史的平均水平。

以几十年期作为研究区间，我们会发现所谓的增长速度总会回归均值。而投资者听到的却是，未来的增长预期会与当前的趋势相似。它们的理由是我们在一个“新规范”之下。现在我们来看看为什么这种概念是假的。在过去几个世纪里，出现很多次科技变革，这些变革比当前出现科技革命更深远地影响了人类的生活方式。每一次变革来临时，人们都会听到“这一次有所不同”。事实并非如此。投资者总希望当下的增长趋势会一直持续，但事情不会一成不变。

很明显美国公司整体收益的增长速度不会高于整体经济的增长速度。我们来讨论一个虚拟的理想经济体。

假设幻想国的经济每年增长5%，而该国的公司收益每年增长10%。当前公司收益占国家GDP或经济总量的10%。14年以后，经济总量翻了1倍。而公司收益却增加到4倍。公司收益占经济总量的比重上升到20%。如果这种情况再持续几十年，公司收益很快占经济总量的100%。当然公司收益的总量不会超过经济的总量。



而他们的研究结果显示，收益的增长并没有快于经济的增长速度，而是比经济的增长速度要低。尽管个别公司在一段时间内会获得快速的增长，但很多研究已经清晰表明，长期稳定复合高增长的公司非常稀少。从宏观层面来看，市场上基本不会发生这种事情。

为什么组成标普500指数成分股的公司的收益增长快于经济的增长呢？这是因为，每年标普500指数中增长速度慢的公司会被淘汰，而增长速度快的公司被纳入指数。我最近读到的一篇文章说，在近30年的时间里，标普500指数中有370家公司是新上榜的，相应的就有相同数量的公司被剔除。这样的更新速度对“买入—持有”策略来说，太快了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我记得2000年年初的时候，有一个分析师接连不断地说，微软和英特尔的股票在未来十年内的表现将与过去十年一样出色。我指出，如果这是真的，那么这两家公司的市值在12年后会超过整个美国GDP的总和。

1989年，东京房地产的总市值并没有超过整个加利福尼亚州的房地产总价，尽管那时候房地产价格显示东京房地产的总市值要高。推此及彼，不管微软和英特尔有多好，它们的市值也不会超过整个经济的总和。相互关联的事情之间总有平衡点。

这次的情况会有所不同吗？伯恩斯坦和阿诺特从三个方面解释了这次不会是例外。首先，因为经济衰退的影响，我们所处的这个十年期的起点比较低。所以这十年的开始阶段的经济增长曲线是从低谷到顶峰，依照这种增长速度来预测今后经济的增长速度，就会看到泡沫出现，而这种预测，永远都是错的。[14]

其次，销账（write-offs）常常被忽略，而预期收益却被看得越来越重。忽略销账，看重预期收益，在衡量一家公司时可能是有用的，但对整个经济体来说，没有什么是例外，每个因素都很重要。

再次，这个十年期的后一阶段出现的收益高峰有三个很可疑的地方：没有列出股票期权的开支，没有列出养老金的开支，也没有“收益管理”。伯恩斯坦和阿诺特的证据表明，这三项因素可能导致已知的收益掺了30%～35%的水分。

在讨论收益的快速增长时，伯恩斯坦和阿诺特指出，1820—1855年间，是一个很伟大的技术爆炸时代，使得这段时期的经济增长速度比现在的“科技爆炸”相对应的经济增长速度还要快。

1820年，信息传递和贸易的速度取决于马的速度。而在1855年，贸易的速度加快了十倍，而信息的传递几乎变成瞬时可达。生活在1967年的人可以理解2002年世界的样子，但生活在1820年的人决不会想到1855年的世界里会有什么。前一时期的经济增长了6倍，其增长倍数是我们刚刚体验过的技术

⑭ 实际上，我想象不到这种预测会是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革新所带来的经济增长的4倍。回顾过去200年经济增长的图表，你会发现最近这些年的经济增长都没有加速过。

从1871年算起，真实股价（经通货膨胀修正后）的年增长率是2.48%，而国民经济的年增长率是3.45%。这两者相差近1%。空头更加看空股市的前景，他们指出增长主要是因为估值的增高。对此，我是说股市的上涨本质上是市盈率的增加。投资者为1美元的收益所给出的价钱增加了。在过去的牛市里，股市的平均市盈率在12倍（或20倍的股息）左右。但现在的高估值导致市盈率接近30倍左右。近期股价泡沫为过去130年的股市年增长率贡献了1个百分点。

等一下，那些指出标普500指数的年增长率是10%的研究，是怎么算出来的？部分原因是指数包括了平均5%的股息。通货膨胀是另一个重要原因，前面我们已经讨论过。还有一个原因是标普指数没有体现出企业的真实情况。如果一直用1950年道琼斯或标普指数成分股公司来计算指数，那么指数可能不会增长这么多。这不是在说，应该将道琼斯的成分股固定住，永远不改变。成分股的改变，是为了反映经济的整体状况，而这恰恰是道琼斯或其他指数应该要做的事情。

这是牛市中指数投资很有吸引力的原因，也是为什么证券基金很难战胜大盘的原因。指数成分股一直在吸纳高增长型的大公司，并将业绩差的成分股公司除名。随着估值的上升，基金变成可以自我实现的预言。



美国巨型企业的案例

举个例子，IBM和可口可乐在1932年被纳入道琼斯成分股。3年后，可口可乐让位给国家钢铁公司；1939年，IBM被联合飞机公司挤出局。1979年，IBM再次入主道琼斯成分股；1987年，可口可乐回归。而国家钢铁公司从那时起就一直被成分股排除在外，同样的还有纳什—家荣华公司、斯图贝克汽车（我学开车时用的就是斯图贝克）、国际鞋业，以及美国制造业的主角——美国甜菜糖业公司。我们从头说起。

如果你的生活很无聊，或者你特别有好奇心，你可以到下面的网站查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看道琼斯工业指数的整个历史：www.djindexes.com/downloads/DJIA_Hist_Comp.pdf 。

很明显，买入道琼斯指数的成分股并长期持有所带来的回报，不能与被细心管理的指数相提并论。

我想让各位读者想一想这里面所隐含的信息。尽管现在我们可以嘲笑纳什一家荣华公司、斯图贝克汽车或者美国甜菜糖业公司——或者其他仍和一个曾进入道琼斯指数成分股，然后又被除名的公司——它们曾经可都是值得被道琼斯成分股录入的有声望的公司。

“买入—持有”理论的支持者们用指数的增长来说明这种投资方法的有效性。但是指数，并不是“买入—持有”哲学的精确工具。通用电气在1896年纳入道琼斯成分股，1898年被美国橡胶取代，1899年重新归队，1901年又再次除名，1907年第三次东山再起，每一个像通用电气这样的公司，都曾对道琼斯指数起着举足轻重的作用，但现在逐渐褪色，被历史遗忘了。没有一家公司成立于1900年以前对我来说是熟悉的，除了那些因为历史的原因而了解的。

因此，当伯恩斯坦和阿诺特说收益的真实增长率比指数的增长率要低很多时，我并不吃惊。现在的各种指数都是由成长型的公司组成，而整体经济的表现并没有这么出色。

为了方便海外读者，我们简单的讨论一下伯恩斯坦和阿诺特对全球16个股票市场所做的研究。根据埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson）、保罗·马什（Paul Marsh）和麦克·斯丹顿（Mike Staunton）的杰作《投资收益百年史》（*Triumph of the Optimists*）所给出的数据，他们得出结论，那些没有经历明显的战争毁坏的国家的股市，与美国的股市表现相似。

股息的增长与人均GDP的增长总是远低于GDP的增长速度。瑞典是一个例外，但差异不大。大部分国家的股市的真实股息增长是负数。

伯恩斯坦和阿诺特提到了一个很有趣的暗示。很多人认为下一波的财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浪潮将会由生物科技或纳米技术或互联网技术掀起。但真实的情况是，新公司逐渐让更早成立的公司的资产和投资变得一钱不值。伯恩斯坦和阿诺特问道，“有多少新规范的拥护者坚信，他们所钟爱的技术革命为创新公司的股票持有者所带来的间接利益，会与那些相对于技术创新先锋来说是创新型企业的企业家所获得的利益一样多呢？”

我们勇敢的研究者将注意力转到股票回购的神话中：

很多投资者认为股票回购能够让收益的增长速度高于GDP的增长速度。但股票回购的重点不是回购了多少股票，而是净回购量——股票回购的数量减去新股发行的数量（不管是已上市公司再发行股票，还是通过IPO发行新股）。我们分别通过两种方法证明，在20世纪，大部分国家每年的新股发行数量平均高出股票回购数量的2%或更多。20世纪90年代的牛市建立在两个荒谬的错误概念之上。这两个错误概念的发起人是无赖还是傻瓜并不重要；错误概念本身才重要。

投资者被告知的是：

1．新的技术革新、低派息率的“新规范”以及公司内部再投资，使公司的收益增长率比过去更高，5%的真实收益增长很容易实现。如同圣诞老人的童话一样，这个故事很受欢迎，但从未被当下可以观察到的证据或历史事件所证实。



2．当收益没有通过股息的方式派发，也没有重新投资到有增长潜力的机会中时，就会以股票回购的方式派发给持股人，从税收的角度来看，股票回购是公司向持股人派发公司资源最可取的方式。这种观点是正确的，除了从长期来看，净回购量（指股票回购数量减去新股发行的数量）确实都是负数。

很多机构投资人相信这些假话，并依此采取相应的行动。不管这些言论是谎言或是错误，我们对这些有误导性的概念的指控则是严肃的。

伯恩斯坦和阿诺特接着用一段发人深思的文字做了总结：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的市场可能处在“风暴眼”之中，可以预料等风暴结束之后可能会一片狼藉。如果每股标普500成分股经标准化处理后的收益在30～36美元左右，而股息支付率在历史平均范围的底部（这意味着低于正常水平的未来收益增长率），如果每年的正常收益增长率只比通货膨胀率高出1%，如果股票回购只不过是一个令人神往的童话，如果收益的可信度低到史无前例，如果人口结构证明婴儿潮在未来20年将不再出现，那么我们就有困难了。

是的，大部分投资者确实会遇到困难。

这项研究暗示，那些相信收益的增长率高于经济增长率而寻找股票增长的投资者将会很失望。如果，像我认为的那样，我们现在所处的低于历史平均增长率的差强人意的经济时代，那么投资者很有可能会更加失望。

对收益的学习总结

先看这份清单：

- 过去15年是历史上少有的经济强劲增长时期，但收益的增长少得可怜。
- 收益“增长”主要来自于通货膨胀。
- 养老金假设必须要合理。
- 会计标准将会变得更加保守。
- 董事会成员会要求企业采取更加保守的会计法则。
- 如果会计师和律师为进取的会计或融资状况给出意见，但结果证明这些意见是错误的，那么他们将承担后果。
- 公司的CEO和CFO现在需要对财务造假承担刑事责任。
- 投资者逐渐对真实的收入感兴趣，开始忽略诸如息税折旧摊销前利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的有误导性的“收益”。

- 分析师迫于压力将会开始给出更加精确的收益预测。

- 股票回购增厚收益只是一个童话（当然也有例外）。

这些事情不会一夜就解决了。但随着时间的流逝，投资者对收益的看法会更加实际。这也意味着市盈率将会降低。而这可不是牛市即将来临的兆头。

收益之路变得越来越艰险

会计准则的改变将会为收益设定一个新的区间。目前公司认为标普500指数的收益区间是40～45美元。如果你假设收益增长率是10%，这个数字从历史的角度来讲，已经非常高了，那些公司仍然需要4年左右的时间，收益才能达到60美元，而60美元的收益，是几年前分析师们对2003年的收益预期。如果将市盈率设定为15倍，那么2008年的标普指数是900点，低于我写这一章时所对应的标普指数，更别提当市盈率跌到个位数时会发生什么事情。

这就是我在本章的开头提到的透明天花板。透明天花板就是收益，就这么简单。除非投资者认为收益将要增长到可以修正当前股价的程度，否则不会出现一个新的、真实的牛市。当越来越多的投资者看到这些新的更低的收益预测时，他们将离开股市，直到事情开始出现转机。新的会计准则开始实施之后，我敢打赌投资者会严肃地对待。新的准则会显著降低申报收益。而这会给指数基金带来麻烦。赶快从这些基金撤离吧，每一个反弹都是退出的机会。



当我们经历下一次的衰退时，股市一定会像最近一次的衰退之前的或之后的表现一样，出现下跌。

乐观者会写文章说，投资者忽略了新规则。他们会继续看好收益预期，继续听从华尔街分析师的观点。谁关心员工的期权啊？牛市卷土重来的时候，养老金的支出就不是什么问题了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的回复是，短期来看他们的观点可能有一定道理。投资者们会抓住任何一个他们认为可以重新赚回投资组合的资金的求生机会。他们希望获得他们曾经认为能够拥有的退休生活。但长期来看，收益的增长不是很快、而分析师又总是在犯错、市场也将会接受新的会计准则，这些都会让投资者失去信心。

高估值的市场让位于低估值的市场，这种历史悠久的股市模式将会再度出现。而股市的拉拉队队长们将会与之对抗到底。如果借鉴历史，那这种对抗注定会惨败。

最后，本章所讨论的问题，基本上都来自于大公司（和一些朗讯这样的细价股公司）。一些小公司在这十年里的表现可能会非常出色。我很讨厌大型科技公司，并不意味着我对所有的科技公司都心存芥蒂。现在开始兴起的一些小公司在十年以后可能会变成行业巨头。

与其幻想思科或捷迪讯光电重振雄风，我更愿意去查看纳斯达克股市新近挂牌的前100家企业。我会卖出任何一个我认为过于庞大的公司的股票，去找一个有准入门槛、有好的团队以及合理的商业计划的公司来投资。相反，我们也可以寻找一些有良好记录的股息增长和低市盈率的传统企业，再耐心持有其股票。

稍后我们会讨论在长期熊市里投资股市的牛眼投资法。这种投资方法在大盘股的收益较低的困境之下会占有优势。但首先让我们再了解一下，为什么我认为在未来几年里，经济的表现会很差劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
养老基金之忧



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前面的章节探讨了上市公司的养老金基金问题。不过这个问题不会直接影响到我们，因为我们可以卖出那些被养老金基金问题困扰的公司股票，而且我们也可以选择不买指数基金。

但养老金的资金问题会影响上市公司的股价，也会直接影响到你的投资收入。先来看政府的养老金计划，就是你交付的个人所得税的那部分钱。养老金资金的潜在问题完全可以抵消政府未来的减税政策所带来的好处。这个问题可能会拖累下个十年的整体经济，是为什么我相信我们将迎来一个差强人意的经济的原因之一。

威尔什（Wilshire）协会出版的《2003年州政府退休体系报告：资金状况和资产配置》所涵盖的123家州政府退休系统中，有79%的退休系统的资金不到位，但在2000年，只有31%的系统资金有缺口。至少有九个州政府的养老金负债超过年度财政预算。内华达州的养老金负债高达州政府年度财政预算的267%。伊利诺伊州则需要144%的州政府年度财政预算，才能补上养老金基金的短缺。

有人可能会认为市场已经回暖，这些问题已经解决。不幸的是，事情并非如此。上述报告所引用的数据来自于退休系统在2002年6月或7月新近发布的数据。2002年6月底，标普指数在989点。考虑到养老金基金平均将63%的资金分配在股市（美国和国际股市），而股市才刚刚收复失地，现在的情况与那时无异。截止到报告发布的日期，政府主导的退休体系的资金占资产负债的比例从两年前的115%下降到91%。①

① 这篇报告是能够找到的最新的研究，它给出的趋势表明事情将进一步恶化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，现实比上述报告更加残酷。威尔什协会假设那些州政府养老金基金的年回报率是总资产的7.5%，比州政府预计的8%要低0.5%。这样的回报率现实吗？上面讲到，平均来看，2002年养老金基金有63%的资金分配在股市，稍低于2001年的64%。股市在2001—2002年出现巨幅下跌，这意味着基金需要卖出债券，投入到股市，才能维持投资组合中股票/债券的比例。投资顾问会告诉基金董事会，这种做法是明智的，因为这样做，你不会错过下一波牛市。董事会相信了这样的逻辑，因为他们实在不愿意选择：降低未来收益的预期，让州政府为养老金基金添钱。

如果假设债券组合每年的回报为6%，② 那么平均下来，基金必须每年从股票投资中获得10%的回报。按这种逻辑，股市在7年之后将上涨一倍：道琼斯指数有望到20 000点！而标普500指数马上也会到2 200点。

正如第1章到第8章所说，将预期回报降低一半到5%，可能更加现实。设想一个投资策略趋于保守的养老金基金在股市的回报率会达到10%并不合适。

简单回顾一下第5章讲到的投资矩阵和第6章的内容。现在股市的市盈率高得让人喷鼻血，过去的美国股市在如此高的市盈率之后的7年里，年回报率仅为1%，远低于10%。有人可能会辩论说，在某些时期市盈率到达高位（差不多在22或23倍时）之后，接下来的七年市场年平均回报是3%，但你也可以看到，有些高位之后的7年期非但没有回报，还会有亏损呢。

不管怎样，历史上在我们现在的市盈率水平之后的7年期年平均回报，从没到过10%。

② 这个数字比较激进，因为大部分退休基金都被要求去投资回报率不超过4%或5%的高品质债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老基金噩梦

我们先分析可能出现的最坏情况，然后再看看有没有可能找到稍微好一点的预期。

今天，威尔什协会的研究报告中提到的123家州养老金基金手持的股票资产超过1万亿美元。我粗略分析，养老金基金可能假设基金资产配置中的股票部分的年增长率为10%左右或1 000亿美金。

按这种复合增长率，养老金基金会假设，7年之后其在股票上面的投资回报将会达到1万亿。

如果股市一直没有变动，相对于今天（2004年初）“区区”1 800亿美金的缺口，7年后这些养老金基金缺口将达到1万亿美元！如果股市的增长率是3%，那么7年后的回报与州养老金基金的假设，依然相差7 500亿美元。

这里给出的数据，只包括了123家最大的基金。整个美国差不多有2 200家州、市或郡的养老金计划，覆盖了1 700万社会工作者和600万退休员工。这些养老金持有大约2万亿的资产，大部分投资在股票和债券上。如果接下来股市会出现如我们前面章节所讲到的典型长期熊市，那么差不多十年之后，养老金基金的缺口可能会达到2万亿美元。

法院一直都在支持市政当局为已经承诺的退休计划提供资金。因此州政府可能会增加税收，来应付退休金的支出。

没有最糟，只有更糟

在德克萨斯州，人们认为让一大群政客聚在一起会很危险，因此人们让州立法机构的委员们在两年的时间里只在一起工作5个月。我曾经打电话给一个长期服务于德克萨斯州立法机构的博学之士，向他请教德州190亿美元社会养老金短缺该怎么处理的问题。

他给的答案是：政府还没有着手处理。政客们还没有开始关注这件事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次，德克萨斯州的共和党人既控制了州议会，又控制了州政府。他们制定了“不加税”政策。因此也会像其他州一样，在不加税的情况下与巨额的财政赤字作斗争。如果每年再拨款30亿美元，即相当于减少5%的财政预算，那么十年之内养老金基金虽然可以收支平衡，但奥斯汀（德州州政府所在地）一定会很有压力。但不加税或不取消一些福利，州政府不可能在一年的时间里得到20亿或30亿的财政收入。剩下唯一的办法就是提高教师和政府职员的效率，或减少他们的福利。但这些办法在政治层面上都不受欢迎。

这种不作为的态度在从州政府到联邦政府里都很普遍。寄希望于10%的股票增长率，多追加一点投资，然后祈祷问题自动消失，比正经办事要简单多了。我想这可能是内华达州和伊利诺伊州迟迟不做决定去解决问题的原因。伊利诺伊州借了50亿美元才暂时稳住了情况。但要还债的还是纳税人，唯一改变的是债主的身份。

如果政治层面上没有可接受的选择，那么除非危机今天就发生了，否则政客们依旧将希望寄托在股市的卷土重来之上，得过且过。他们只会在这件事情上一拖再拖，直到狼真的来了。

全美各州对待养老金的方式都与德克萨斯州相似，比邻德州北部的俄克拉荷马州的养老金问题更加严重。

“再怎么投资这个窟窿也是填不满的，”身为俄克拉荷马州教师退休系统的行政秘书，汤姆·毕佛（Tommy Beavers）这么说。俄州教师退休基金目前需要120亿美元做投资，才能得到足够的收入以支付教师的退休金，但现在基金只有50亿美元。“40年来，这项经费从来没有给足过。”

丹尼斯·加特曼（Dennis Gartman）在他的加特曼投资通讯里为我们讲述了这个触目心惊的故事：

现在退休金的“战争”已经打响，各州似乎都在执行一种愚蠢的投资方法——政府各处举债，将借来的钱投资到股市中，以期能够赚到钱，补上养老金的缺口。最糟糕的例子莫过于西弗吉尼亚州，根据《纽约时报》刊登的威尔什协会的研究报告，“西弗吉尼亚州的养老金基金资产只有其所需的五

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分之一。”该州发现它们自己的财务状况极糟糕，精算出现问题，目前正在向法院申请在不通过全州投票的方式来发行39亿美元的新债券。州政府看来很有可能在公投中失利，但它总得在某个地方筹到足够的资金，债券市场看上去是最佳（政治层面上最佳的）选择。

美国很多州、市、郡对待养老金的做法同西弗吉尼亚州的想做的事情一模一样，但可悲的是，大部分政府现在都后悔了。新泽西州、伊利诺伊州和俄勒冈州全州教育系统已经发行债券，而堪萨斯州、俄勒冈州以及威斯康星州在2004年年底也将会发行债券。新奥尔良发行了债券，但现在正在后悔，匹兹堡也一样。在某种情况下，我们可以将这些事件看成是市场已经见顶的征兆……市场充斥着错误的投资者……让人回忆起1999年底和2000年初市场的狂热。市、郡和州基金不会在股票价格便宜的时候买入；很遗憾，在基金买进的时间点，价格都比较贵。

当伊利诺伊州的一位匿名的官员在被问及为什么州政府需要举债来填补养老金基金时，他说出了更令人惊悚的事情。他说，他们被告知，养老金基金的年收益可以达到8.0%～8.5%，而发行的债券利息是5.07%，“因此只要精算的结果是对的，我们就是安全的。”然而，我们对未来的看法与这位官员的看法相差甚远……伊利诺伊州的人民并不知道他们未来可能会面临的问题，除非股市会无限期地提供8.0%～8.5%的回报，否则问题迟早会发生。



州政府官员们看到的是那些预测股市回报率可以达到10%的著名图表，而且这正是官员们想听到的话，所以他们投资了股票。他们天真的想法很可悲，非常可悲。

丹尼斯·考颂（Dennis Cauchon）发表在“今日美国”网站上的一篇文章引用了斯蒂夫·达尔希（Stephen D’Arcy）的文章。达尔希是伊利诺斯大学研究公共养老金的会计学教授。达尔希表示，通过增加税收来填补养老金的做法在一些州很普遍，而这将可能会抑制当地经济的发展，其影响可能长达一个世代的时间。“老工业重镇——包括伊利诺伊州、俄亥俄州和印第安纳州——受影响尤其大，因为可以纳税的劳动人口的增长速度慢于退休人口的增长速度。人口增长缓慢的州会为支付养老金而有陷入税收死亡漩涡的风险，”达尔斯说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一系列事件会使得各地政府的发行债券融资的能力被考验。标准普尔对各地政府作出评级，指出继续上涨的养老金支付压力可能使其信用被降级，并给出了标准普尔分析时参考的因素。“一些政府现在面临的挑战的严重程度足以使其信用被降级，”标准普尔的分析师帕里·杨（Parry Young）最近表示。信用降级对一个州、市或县来说，就意味着未来融资所付出的代价更大，而这些都将由纳税人承担。

如果未来是长期熊市，各级政府将无法补上养老金的窟窿，这可能会严重影响纳税人或预期要领养老金的人。

接下来会发生什么情况呢？公共养老金会寿终正寝吗？不会，当事情开始恶化时，政客们最终还是会采取行动的。那时他们会发表危机声明和紧急声明，“拯救整个体系”，未来的福利将会被消减或冻结，未来的退休者会不开心。很多州的养老金固定收益计划可能会变成养老金固定缴款计划。法院会强制州政府履行对现有退休员工的养老义务，但年轻的雇员将不会纳入现行的退休体系。

这次的长期熊市持续时间越长，事情就会变的更糟糕，政府在未来需要补贴的钱就更多。

对现行政策所带来的意想不到的后果的善意忽视，意味着未来会增加税收，或是消减福利，或两者都会发生。随着医疗费用的增加，政府需要负担的这部分开支也会增加。年轻雇员的养老金福利会被削减，他们不得不被迫存更多钱，不然就只能拥有一个不富裕的晚年。

除非政府迅速地采取行动，否则我们可以预见十年之内州级政府的养老金基金缺口将达到1～2万亿美元。这种规模的赤字对州政府来说，确实是一场危机。通过增税或其他经济调整来弥补这么大的资金缺口，会对经济产生巨大的负面影响。

实际情况比前面讨论过的123家州养老金计划要严重得多。因为这包括即使是最小的政府机构养老计划。将来增税的潜在需求，会远远高于政府的减税政策所带来的好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾在一个有很多小型养老基金经理参加的公共养老基金会议发表演讲。演讲之后与会议中间的休息时间里，我和他们进行了交流，尤其是在我公布研究结果之后，听见他们很清楚地表达他们对未来收益的担忧。如果你已经买入当地政府主导的养老计划，我建议你从现在开始，时常关注你的养老金基金的情况。尤其要问一下他们对未来收益的预期。了解未来它们需要多少的资金支持，然后假定如果未来十年股市没有变化，你的税收将会出现什么变化。

一位《每周通讯》的读者在看过我写的养老金基金问题之后所描绘的画面，可能与我们将要面临的情况相似：

这篇文章真是说得太对了！我最近5年都在一个地区性的退休计划的董事会工作，我们刚刚得到通知，说本地政府已经同意增加养老金福利，而这将在未来几十年里花掉纳税人很多钱。这项支出当然也会“显著提高”那些主管这项措施的即将离休的官员的养老金福利。我们不得不将这些增加的支出从过去的9年分摊到20年来偿还，且必须维持8.25%的贴现率，而贴现率又必须在2005年下调。我们的市场稳定账户也已经到了120%的上限，所以现在我们再也不能掩盖精算损失，这些损失将出现在账本上。最终结果是，养老金支出可能会从每年的3 000万美元增加5 000万美元——即使未来的利率不再下降，分摊付款年限不再延长。我担心这可能在未来会花掉纳税人很多钱，而纳税人真的不知道，那些政客们只是在经济步履维艰的时候，用我们的钱取悦工会。一些记者已经开始明白了，但我听说不管什么时候，只要当地报纸想写一些关于这方面的文章时，当地政府都会向他们施压。谁知道呢，留个心眼吧，你可能会因此付出太多！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章
老龄化社会的退休难题



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有很多因素在影响着我们的经济、投资和生活，但这些因素中最基础的是人口统计学：即对人口特性的研究，如人口的规模，出生率密度，分配情况和人口动态分析。

人口结构的主流概念包含在我们对婴儿潮的看法之中。第二次世界大战之后的婴儿潮，或好或坏地改变了社会的各个方面。这一代人长大后，又不可避免地给社会带来了更多改变。类似的情况不仅仅发生在美国，也发生在其他有老龄化问题的国家。老龄化问题已经严重影响到经济的发展，我们会看到，相对于欧洲和日本的老龄化问题，美国的问题还不算太严重。另外还有一些国家的中间人口的年龄呈下降趋势，这会导致其他的一些问题，也会带来机遇。

其他任何问题都没有美国以及全球的老龄化问题更能影响我们的生活。其他的很多因素在将来也会与老龄化问题产生关联。国家的人口年龄状态已经被注定了。从人口结构学来说，我们能够知道未来的人口结构情形。现在我们来看看，人口结构学是如何影响我们的经济、投资和退休的可能性。

你将来会退休吗？

首先，我们将重点放在退休问题上：婴儿潮出生的这一代人能够准时退休吗？社会保险会破产吗？哈里·登特在《沸腾的2000年》所提到的，因为婴儿潮出生的这一代人的储蓄和消费，我们的经济繁荣一直会持续到2008—2009年的说法，是正确的吗？我们只能眼睁睁地看着婴儿潮一代因为退休而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖出股票，导致经济衰退（真正的萧条）吗？[①]

和从前一样，我们先来看结论。看这些结论是怎么得来的，再找出它们所隐含的意义。

首先，好消息是：婴儿潮这一代人比之前的人更长寿、更健康。婴儿潮一代中的每个人，就像我们的父辈那样，总是比前一代人更长寿，未来也会如此。

坏消息是：平均来看，婴儿潮这代人想在65岁退休的希望，不太可能实现。他们可能会一直工作到70岁，可能到72或73岁才退休，当然这也视个体的情况而定。[②] 这也是一个好消息，我们都更加健康。就像我，没有打算在70岁甚至是75岁退休。当然，这只是一个平均值，如果有人想提前退休，只要经过适当的安排，还是可以提前退休的。

其次，退休的推迟不是财务问题，而是一个人口结构问题。因此，它的解决方法不仅仅会涉及类似于存更多的钱或增加社会保险税收等经济问题。

再次，社会保险不是关键。在社保危机发生之前（可能出现在2017、2029或2040年，这取决于你相信哪位政治家的话），人口结构危机就开始影响市场了。

最后，从“危机”这个词的角度来看，我认为这根本就不是一个危机，只是对预期的一种调整。它可能还是一件好事。

① 在阅读这些之前，有两点你必须认清：第一，你不会看到令人振奋的信息——不管从罗伯特·阿诺德、安妮·卡斯赛尔斯（Anne Casscells）那儿，还是从我这里。第二，这些信息是我从一篇有很多原始数据的长文章里精炼出来的几页纸，别将本该送给阿诺德和卡斯赛尔斯的美誉给我了。

② 理查德·罗素为《道氏理论市场报道》（Dow Theory Letters）执笔45年，还在还在每天都写。他是我的偶像，79岁高龄依然强壮，文章也精彩。不过，即使我老了，也不敢学他每天三点起床。我认为他是我们这个时代最有洞察力、最聪明的财经作家。你可以从www.dowtheoryletters.com阅读他的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦幻岛

阿诺德和卡斯赛尔斯认为，市场会推迟退休年龄（见图10—1）。不管政治家们是否会调整领取社会保险的年龄，这种情况都会发生。为了解释他们所说的，市场会迫使婴儿潮这代人更晚退休的意思，我先做一个简单的类比。之后我们再检视这个类比的优缺点。这个故事是为了试图阐述上面的要点，我知道故事本身有很多缺点，请大家多多包涵。③

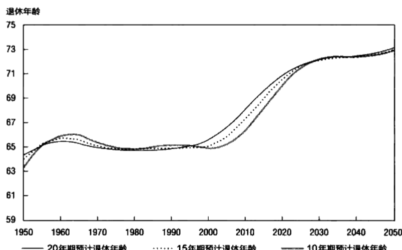


图10-1 退休年龄的变化趋势，1950—2050年
（如果退休人群的平均抚养率和经校正的平均抚养率无变化）

资料来源：罗伯特·阿诺德和安妮·卡斯赛尔斯，“人口结构与资本市场的回报”，《金融分析师期刊》复制转载，并共有所有权。

经济学家喜欢用“岛屿经济学”来阐述某个观点，下面我也用到这种方法。现在我们假设一个岛屿上有15%的人已经退休，还有65%的劳动人口以及20%的儿童及青少年。在为自己提供所需的商品和服务之外，劳动人口还需要为老人以及儿童提供商品与服务。这意味着每两个劳动力要担负一个非劳动力的生活负担。而退休人口用他们的存款购买所需的服务。

③ 故事中所给出的数字只是为了作为例子，让大家理解这些概念。这些数字并没有夸大之嫌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，假设劳动人口想养育更多的小孩。慢慢地，每个劳动力需要负担的非劳动力人口数会增加。整个社会需要更多的商品与服务。每个劳动力变得更有生产力，这也让他们想出更多的方法，更快地生产出廉价产品。幸运的是，不管在这个体系里面加入什么，岛上的居民都会更健康长寿，因此人们的劳动年限增加了。劳动年限也不会增加太多，差不多几年吧，但足够让岛上的系统继续运转。

多工作几年时间就能产生很大区别的原因是，退休人群所消费的商品与服务是儿童的三倍。因此即使人口中儿童的比例上升，也不会像退休人群一样消耗大量的商品与服务，对社会产生很大影响。生产力的提高与年长工作者工作时间的延长，让梦幻岛继续繁荣。

请注意，这里不涉及退休人群的存款问题。关键在于，有人在工作，才有商品和服务可买。假设整个岛可以生产出X数量的商品和服务。如果退休人群所需要的商品和服务的量高于社会实际能够供给的量，那么：

- 商品和服务的价格会上升，或者——
- 退休人群用来购买商品和服务的资产价值贬值。如果退休人员都希望出售同样的资产，以求换钱而获得商品与服务，而买入资产的买家却不多，资产的价格应声而落。

如果商品与服务的供给减少，那么价格就水涨船高。而退休人群需要商品与服务，如果商品与服务不能满足需求，价格也会上涨。这让退休人群很难仅仅依靠存款而生存，因此他们只能继续工作。

梦幻岛上较年轻的成年人为了存够钱和制造出足够的商品与服务，需要工作稍微长一点时间。又因为他们工作的时间较长，生产出了更多的商品与服务，市场上的商品与服务会降低，而他们也能够存更多的钱。

岛上居民开始推迟退休年龄，生育率增高之后的18年或类似的时长，发生了一件有趣的事情。他们的孩子长大成人，进入劳动力市场。由于新生劳动力的数量大于决定退休的人群的数量，这导致被抚养的人口减少。虽然退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休人群的寿命增加，但整体的退休年龄在缓慢上升，因此岛上有更多的劳动力在提供商品与服务。

接着发生了另一件有趣的事情。假如婴儿潮这代人不再像他们的父母那样养育很多的孩子。但因为婴儿潮这代人的人口众多，他们的子女的数量依然惊人，只不过平均下来每家的孩子不多。因此，即使他们的父辈退休的人数越来越多，劳动人口所要担负的非劳动人口的比例不会有太大改变。

婴儿潮这代人继续发扬父辈们的传统，生产力持续增加。整个社会对商品与服务的需求没有超出劳动人口的承受范围。社会很稳定。

婴儿潮这代人的父母在退休后，用他们的资产换取婴儿潮一代以及他们的子女创造的商品与服务。而生产者们也愿意将产品廉价地卖给退休人群，因为这些产品遍地都是。针对退休人群的产品多的部分原因是人们对儿童产品的需求低。

接下来，婴儿潮这代人开始进入退休阶段。他们大部分人都已经为退休存了些钱。因为知道自己将来要依靠养老金生活，他们在退休之前就开始逐渐从风险较高的投资产品中退出。但他们计划的退休年龄与他们的父辈一样，在65岁左右，尽管他们的平均寿命至少比其父辈长5年，比其祖父辈长15年。



但婴儿潮这代人有一个很大的计算失误。他们忘记要抚养足够多的孩子，以支持他们自己退休后生活。因此随着时间的推进，劳动人口必须要提供更多的商品与服务才能够满足每个人的需要。每个劳动力负担的非劳动力人口上升50%，也就是说，每1.5个劳动力，就必须担负1个非劳动力人口。

劳动者发现他们的工作时间，每年都会增加，才能够生产出足够的产品。这让他们老得更快。大家对每周工作60个小时开始厌烦，毕竟，他们的父辈每周只用工作40个小时就可以生产出同样多的产品。

新生代的劳动者对婴儿潮这代人说：“我们希望从工作中获得更多回报。要么你们多花50%的钱来买我们制造的产品，要么你们用现在的价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能买到相当于三分之二的现在的产品。我们不会在每周工作60个小时，来获得你们每周工作40个小时就能赚得的资产。如果不接受这个要求，反正你现在还很健康，可以再工作久一点。随便你怎么选择，都行。"

于是，婴儿潮这代人很不高兴。这可不是他们想要的结局。他们的领导曾经许诺他们可以在65岁时退休。但现在他们发现自己的资产不足以担负退休后生活所必需的商品和服务。不管他们存了多少钱。产品只有那么多，生产者可以坐地起价，而且他们控制了婴儿潮一代人耗费一生才赚到的资产的价格。

当婴儿潮这代人必须要依靠这些商品和服务才能生活的时候，就只有一个解决方法了，那就是重新工作。

供给与需求才是罪魁祸首

在我们解释这个故事和数字的含义之前，你要记住：这里的问题是供给与需求。与一个世代的人的存款或能够从社会保险中获得多少钱无关。

粗略地说，如果兔子的数量多于狼的数量，狼的数量就会增加。如果兔子不够吃，狼的数量会减少。这是自然界的平衡之道，经济里也有这样的平衡。

阿诺德和卡斯赛尔斯在文章中说，如果你查看抚养比率（Dependency ratio，每个劳动力所需要抚养的人数），并且计入退休人群所消耗的产品高于儿童的事实之后，你会发现平均退休年龄与仍在劳动力市场的就业人口的数量之间存在很强的相关性，实际上，这是一种因果关系。

在婴儿潮这代人的父母退休时，婴儿潮们的子女的数量少，所需要的资源也少，因此就业人员的子女及老人抚养比率没有变化。这种趋势在几年后就不存在了，然后社会开始预期平均退休年龄会增加，几年之后的2015年平均退休年龄就会增长到69岁，到2020年更是增长到70岁，如果这个比率继续上涨，退休年龄在2050年可能会增长到73岁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准确地说，如果婴儿潮一代人都在65岁退休，那么在送披萨、健康护理和警察服务等行业的就业人口将不足。讽刺的是，这份报告最出彩的地方是，它表明下一代人的失业率会降低，因为退休的人越来越多，需要人手来取代他们空出来的位置。

在缺少劳动力的地方或国家，劳动成本会增加。也就是说商品和服务的劳动成本上升，这导致商品的价格上升，或商品的利润减少。

这个过程很缓慢，却会持续40年。即使生产力会得到极大的提高，超过今天的增长水平，也只会缓解而无法改变这个趋势。

婴儿潮的人们会对商品和服务有需求，又因为劳动力缺乏，经济体系将不能提供足够的商品和服务，劳动者会要求退休人群用更多的资产来换产品。**这可能会导致商品价格上升，可能会导致退休人群的资产价值降低，也可能两者同时发生。这意味着未来可能会出现产品价格的通货膨胀或财富的缩水，或两者同时发生。**

今天思科股票每股的价格与丹尼餐厅的套餐价格一样，但在2020年，它还值一个套餐的价格吗？今天人们投资思科是希望其股价在未来会上涨几倍。他们预计股票的年增长率是7%。但是，如果在2020年没有足够的从业人员为退休人群制造生活所需产品，产品的供求法则会导致未来的晚餐价格要比我们预计的贵很多。除非我们能找到更多的劳动力。



医疗保健的压力

在我们讨论人口结构和婴儿潮世代时，医疗保健可以作为讨论人口结构如何影响整个经济体的范例。医疗保健的费用在逐年增加，这已经不算是秘密了，这将会彻底地改变我们未来支配收入的方式。我们先来看一些预测。

2002年，美国国民在医疗健康方面的平均花费是5 427美元，差不多是1990年的两倍。美国医疗保险和医疗补助服务中心（Centers for Medicare and Medicaid Service，CMS）预计，美国在2012年的人均医疗花费大约为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 972美元。到2013年左右，医疗健康的开支与2004年相比会再翻一倍。记住，婴儿潮开始于1947年，所以目前的这些开支还没有反映出2012年之后，婴儿潮时期出生的人群开始进入老年期、需要更多的医疗资源之时所带来的医疗开支的增长速度。

1990年，我们的GDP有12%花在医疗保健上。这个数字在2004年上升到14.8%，预计在2012年会达到17.8%。医疗保健的开支目前还是划分为消费性支出，换句话说，2012年将有3%的经济体，即5 000亿美元不能够被用来购买进口商品、汽车等等。当然，这些钱将被用来支付给提供医疗保健服务的人，但这还是表明了人们的消费“喜好”发生了巨大的改变。

这些改变不会瞬间就发生，但是，购买模式在几十年的转变之后，会对很多消费性销售产品带来巨大的挑战。由于CMS采用的美国经济增长预期高于我的估计，并且假设未来十年以内都不会出现衰退这种概率很低的事情，因此，医疗保健在GDP中的比例被低估了。然而，经济衰退并不会拖慢医疗保健费用的增长速度。

举例来说，2001年的医疗保健费用增长了8.7%。同时，CMS估计医疗保健的开支，在未来十年里的增长速度，会慢于过去3年的增长速度。CMS将过去3年的开支高增长归罪于个人可支配收入增长的缓慢、药物价格的上涨和医疗辅助花费。

2001年和2002年，美国咨商会(Conference Board)对120家大公司的首席执行官的调查显示，健康保险成为企业不愿意雇佣新员工的最大原因。康涅狄格州商业和工业协会在2002年的一项调查显示，1 017名调查对象中有82%的人，认为日益增长的健康保险费用成为决定是否要雇佣一个新员工的“重要因素”。无数的调查显示，那些在经济衰退时提供大量就业机会的小企业，逐渐将医疗健康开支当做不雇佣新员工或裁员的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能承受之重

请想一想，对于一个年收入达到50 000美元的中产家庭来说，这意味着什么？公司为员工所支付的保险大约是6 000元，相当于年收入的12%（用我的公司做一个粗略的分析）。假设中产阶级们在未来10年里的收入年增长率是2%或3%，那么10年后中产阶级的收入将达到65 000美元。而保险支出在10年后将翻倍，达到收入的18%，或者他们也可以选择少交一点保险费。美国所有的公司能不能承受每年新增的5 000亿美元的支出呢？这可是会严重影响公司收益的行为。

翰威特咨询公司（Hewitt Associates）预计，员工在医疗保险上的平均费用将会达到5 134美元，比1998年高出了70%。2002年的支出就增长了14%，2003年的增长也是两位数的百分比。预测显示，雇员本身须要支付的医疗开支将会上升大约25%，因为雇主将一部分的开支转嫁给雇员了。

谁真正拥有通用和福特汽车

我们来看一下医疗健康的开支是如何影响某一个特定的产业的。《财富》杂志报道，2004年美国的三大汽车生产商每生产一辆车，需要分摊的医疗成本大约是1 200美元。高盛则预测底特律的三大汽车制造商的医疗健康相关负债达到920亿美元，接近于它们总市值的50%。在假设养老金基金的资产组合在股市的回报率为9%的情况下，是它们的养老金负债的3倍，真实的情况可能更加惨不忍睹。



汽车制造商的结局有几种版本，但每种都不是很动人。它们可以将医疗健康的开支增加一倍，并将其纳入汽车的生产成本之中。这使得它们在那些于美国建厂，却没有那么多退休员工的国外汽车制造商面前，毫无优势可言。这也意味着美国本土汽车制造商很难提高汽车的价格，来抵消正在增加的医疗保健开支，这又进一步损害汽车公司的利益，导致股价降低。

公司也会将更多的开支转嫁到雇员身上。这意味着公司将要与工会、罢工和股价的下跌做斗争。如果公司履行自己的义务，那么它们的收益将减少，股价也会降低。因此我的观点是，像通用汽车、福特汽车这样的有大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老金和医疗健康负债的公司的真正所有者，并非它们的股东，而是它们的在职职工和退休职工。这些公司的唯一出路是进行债务重组。钢铁产业就是一个很好的例子。

我不会将我的资产投资在美国汽车制造业上，而具有讽刺性的是，我不投资的原因无关乎其产品或服务的质量，而是它们不确定的医疗保健和养老金负债。

联邦政府和州政府的医疗保健支出的情况如何呢？当然，它们在2012年的开支预计会比2002年高出一倍，从7 000亿美元增加到1.4万亿美元！联邦政府的开支每年增加将近5 000亿美元，这还不包括医疗补助和处方药计划等等开支的增加。美国在2004年未买医疗保险的人数有4 100万，而且现在有越来越多的退休员工希望（将会获得）联邦政府提供的处方医疗保健计划，因此医疗保健的开支比预计的数量还要多的可能性很大。

情况可以改变吗？当然。只要通过侵权改革法案，医疗健康的开支每年能够减少4%。我们能够找出办法提高系统的效率吗？当然可以。

但医疗成本上升的最主要的动力来自于新的更好的治疗药物和医疗设备。2003年1月我做过一次手术，手术所用到的设备和程序在十年期是不存在的。手术的成本比旧的方法高吗？当然，但新方法的治愈率高很多，手术的过程所产生的创伤小，手术的结果更可靠。我曾选择用旧方法来治疗，结果是我需要再治疗一次。然后我选择新的、更好的、更贵的治疗方案。新的治疗方案确实物超所值。

重点是费用的增长太快，不论我们最后如何去支付这些费用。这将会在我们还不知情的情况下改变了消费者的消费习惯，而这仅仅是婴儿潮世代进入老龄化阶段所造成的各种影响中的一个。

未来10年的投资复合收益率小于10%

我们从另外一个角度来思考这个问题。如果我是正确的，而且现在正处于长期的熊市当中，市场平均股价在未来8～10年内不会上升，当然更不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会以7%～9%的比率增长，那么有多少人会按计划退休呢？尤其是如果退休后他们领取的退休金是固定数额，而医疗费用却可能在未来20～30年甚至更长的时间内不断增长。

有多少人会去找他们的理财规划师咨询，假设股票的价值以7%或8%的速度增长，以保证可以负担起退休后的生活？如果股票的回报率只有2%～3%，会对退休情况的预测产生怎样的影响？我们会发现有些人在65岁的时候，才知道自己还需要继续工作，才能够存够钱以便过正常的退休生活。

就像我们的祖父母们平均要比我们的父母多工作几年一样，处于婴儿潮一代的我们也要多工作几年。

你看，梦幻岛故事中的那段情节，即我们的孩子告诉我们，要为他们的工作给出1.5倍的薪水这种场景，并不会真实发生。这永远不会发生，因为婴儿潮这代人会逐渐变老，平均来说，会被迫工作更长时间。供给和需求会逐渐平衡。经济的汽车不会失控撞到墙上，没有年轻工人会用罢工的方式来要求彻底改变这种情况。市场会慢慢调整一切。

阿诺德和卡斯赛尔斯的数据显示，这种调整是发生在退休的年龄上。调整的原因是成本的上升或是通货膨胀吗？还是资产价格的下降？又或是这两种原因都有？我可以对以上三种情况都作出有力的论证，但是我倾向于第三种解释，因为它符合我对勉强说得过去的经济状况的假设。



应变之策

可以改变这种情形的其中一个办法是增加移民。一个有选择性、积极的移民政策可以极大地改变现状。但这个移民的数量要比现在大约100万的数量要多很多才行。阿诺德和卡斯赛尔斯在文章中指出，在婴儿潮一代人的退休高峰期，美国每年需要400万的新移民。

但这种方案，目前在政治层面上不可行。但我能够想象，15～20年之后可能会有一些有利于移民政策的情况出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个方法是移民他国，也就是让退休人群离开美国。如果你有固定的收入，而且可以搬到阳光充足的、可以双倍提高生活质量的地方，那么我认为越来越多的人会选择这样做。有很多人可以在70岁前退休，那时的他们积极面对生活，可以选择在哥斯达黎加、墨西哥、新西兰，或其他任何一个提供良好服务和低廉生活成本的国家生活。现在的通信技术先进，旅行的成本又很划算，没有理由不把去其他国家安度老年纳入你的人生计划中。

我没法理解有人可以只依靠社会保障收入而退休。因为美国的任何地方，都远远不足以支撑一个人的退休生活。然而，同样的收入可以让一个人在巴亚尔塔港北部的退休人员聚居的社区生活得很好。眼下，在阿根廷或巴西，社会保险的收入足够你买各种生活所需品。

社会保险问题无解

我想你应该知道现在的社会保险并不保险，不必理会政客的花言巧语。实际上，社会保险是一个转移方案。它将工人的收入转到退休人员手中。当你进入社会保险时，除了政府的承诺外你一无所有。你不拥有任何资产，不像你拥有401（K）退休金账户那样。

政治家会兑现承诺吗？当然。否则他不会成为一个政治家。但我认为该协议的条款会有所改变。政府将慢慢提高退休年龄，可能会做一些支付能力的调查。此外，抚养比率告诉我们，目前的社会保险金额是不够的（意外！绝对的意外！）。

我们都知道，2030年前后会出现社会保险的“危机”。由于抚养比率上升，服务成本、尤其是与退休人员需求相关的服务成本上升快于社会保险的增长率。

如果他们提高社会保险税，足够应付退休人员的退休生活，那么那些还在劳动的人们收入将被扣除很大一部分。在政治层面上，这不可能发生。真正的解决方法是：随着时间的推移，退休年龄将延后，就这么简单。

或者政治家可以让市场替他们做这些事。假设社会保障已经私有化了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果阿诺德和卡斯赛尔斯是正确的，那么私有化后省下的钱在市场上的回报，将不足以支撑退休人员的退休生活，所以人们工作的时间会延长。事实上，退休后开支的增加会导致退休年龄的增长，政治家无需为此做任何事情。内心里那个气愤的我在说：这些都可能会发生，因此目前的这些政治家，虽然正在“解决”这类问题，但当未来问题变得明显的时候，他们已经退休了。

诚实面对自己

这项研究的最重要的结论是：平均退休年龄将上升，因为退休后的开支在增加。当你打算退休时，你需要降低股票和其他投资回报的预期；另外，在买入你想要的商品时，所花费的资产将上升。

我们来举个现实世界中的例子。我最近收到一封来自读者的信。这封信让我的情绪非常低落，所以我决定将它做为本周通讯的头条：

我和妻子刚刚听了一家投资公司的主办的第二场投资宣讲会，他们建议退休人士需要稳定的资金来源，应该将足够的资金投资在固定收益商品上，获取未来五年的生活费用；剩下的用于投资股票证券基金。我们希望股市在五年内会有好转，证券基金可以获得收益。

当然，伊博森数据是用来说明市场不会连续多年的下跌。该公司有一位注册会计师和几个已经在投资领域工作20～30年的金融顾问。



这快要将我逼疯了，尤其是在本次宣讲会上，当顾问们（寻找可以将钱交给他们管理的顾客）解释他们投资产品多么合乎科学时，听众一直点头同意。该公司的注册会计师说，（和1966—1982年相比）市场情形与那时一样糟，甚至可能会更糟。但是，这种情况很难发生，因此他们继续推荐上述的投资产品。

我不会对离退休人员做出那样的所谓放之四海而皆准的建议，我认为他们那样做显然是愚蠢的。仅这一点就足以提醒你赶紧离开，不是走开，是逃开。

1976年，年轻的罗杰·伊博森与别人撰写的研究文章预测，在接下来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十年里，股市每年的回报率约为10%，道琼斯工业指数在1999年将达到10 000。伊博森，现在是耶鲁大学的一位教授，2004年预测，未来二十年股票的复合收益是9.4%——与他之前的预测相比低了约1个百分点。

“我既不是一个乐观主义者，也不是一个悲观主义者，”伊博森在2002年接受采访时说。“我是一个科学家，我不会告诉人们现在应该买进还是卖出股票。我只会说，从长远来看，股票的年收益将高出债券的4%。”

结果显示伊博森对1999年股市的预测是对的，在这位耶鲁大学教授的示范效应下，世界各地的投资经理人用“科学”的研究向投资者展示，为何他们应该将钱投入股票市场并且一直持有。[④]

如果标普500指数在未来二十年以9.4%速度增长，二十年后它将达到4 500点左右，道琼斯工业指数在2023年将达到42 000点左右（有几千点的波动）。当然，这是以当下的市场价值为起点的。如果以2000年的股市顶点为基准，那么2020年标普500指数和道琼斯工业指数分别会是8 200点和63 000点左右。因此，投资者不需要担心股市短期的变化，作为一名科学家，伊博森保证事情只会越来越好。

如果你已经读到这里，你现在应该清楚，为什么每当投资顾问拿出这项研究成果，向你销售投资策略时，你应该马上走开。如果你的投资顾问相信这些没有意义的东西，那么本书就会让你知道，你应该炒掉你的投资顾问。

市场形势走俏有很多理由，但我认为伊博森的研究理论并不是原因之一。而且，在未来的70年里，股市年增长率可能达到9.4%。但以此来告诉退休者，通过所谓的“科学”分析，未来几年里情况也会如此，这是不可靠的且有误导性的。

让我们从1976年开始分析，这一年，伊博森完成了他的研究（我有其他更好的例子，但1976年已经足够说明问题）。从1976年到2002年，标普500指数的年平均回报率是12%（包括股息），就算最后几年的年回报率出现十

④ 我不明白经济学家怎么会成为科学家，也不懂预测怎么会变成科学，不过这个主题留到后面再讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分明显的下跌，这仍然要比伊博森的预测要乐观。然而，其中有5%的年回报率差不多是由通货膨胀造成的。经通货膨胀修正之后的标普500指数每年上升7%。

1976年股票的市盈率很低，只有12倍，到2003年，用核心收益计算的市盈率约27倍，因此，过去的26年里，有一半以上的股票收益是来自于市盈率的上升，即2003年投资者对1美元收益所给出的价格是1976年的两倍。

如果用1976年的市盈率来计算，标普500指数现在应该在500点左右（用核心收益来计算大概在504点左右）。总之，如果没有投资人持续增长的乐观情绪，在过去的26年里的复合增长增长率就只有6.3%～7%，即只比那段时间的通货膨胀率稍高一点。这里的重点不是精确的数字，而是股票市场绝大部分的增长是由于市盈率的增长而导致的。

实际上，如果除去股息，股票的增长率差不多全都是通货膨胀和市盈率的增长所导致的。从1976年开始，股票市场已经成为了好的投资场所，主要归功于这两个因素。今天的投资者必须要问的是："在接下来的5年、10年或者20年里，通货膨胀和市盈率的增加，再加上股息，分别对股市回报率有多大的影响？"

让你五年内损失20%的建议



让我们看看投资经理人在我的读者参加的研讨会中给予退休者的建议。他们假设你能从你的投资组合里获得5%的收益（今天），你可以拿走这5%的资产，并且在退休后以此为生（加上社保和其他养老金），但别去动用你的本金。在这个案例中本金的总数是多少并没多少差别。我只是简单地假设你会依靠自己的实际收入来维持生计。

如果这5%的收益就是你在未来5年里想要达到的目标，根据研讨会上的说法，你需要将在债券中投入约22%的资产，这些资产将会在5年内用完（记住这22%的资产会增长，因为有利息）。另外78%左右的资产将会投资在股票里。由于伊博森的理论表明股票的年均增长率是9.4%，五年后你总的投资组合将会增加122%，因为这项建议，他们希望你每年付给他们2%的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是在这个增长率上下赌注，如果这个理论没有成为现实，你将会有大麻烦。

如果你还没有退休，但在为退休做准备，道理也是一样的。如果你期望能够获得像19世纪90年代那样的回报率，好让自己在某个年龄段就能够退休，那么你差不多就是在做梦。你会很失望，当你在进入本打算退休的年龄时，却仍然需要为了退休而存钱，继续工作更长时间。

但这也不是那么的糟糕。平均寿命期望值在20世纪末每年增长3个月。这意味着在过去的28年里，寿命期望值已经增加了7年，而从第二次世界大战算起，寿命期望值增加了14年。生命的质量也戏剧性地增加。如果我们这一代能够活得更长一点，如果用来增加寿命和生活质量的条件比我们的父辈要更好，这倒是我乐意做的交易。

实际上，研究表明，工作时间越长，对你越有益，退休则对健康有害。

如果你以前没有考虑过这个问题，那么你现在需要开始调整投资组合，采取我们在后面章节会讨论到的绝对报酬率策略。从这种投资策略中获取的回报可能不会比你预期的要多，但它的回报很稳定。做风险大的投资或者希望股票市场能够回暖，从而让你的回报达到你对退休金的预期，是不切实际的。“一味追求收益”通常是走向失望的门票。

最好是让计划更加切合实际，存更多的钱或者延长工龄。如果你已经有足够的退休金存款，不要听某些股票经纪人的话去投资股票市场。在长期熊市里我们应该采取保守的策略，像罗素说的那样“那些在熊市中损失最少的人就是赢家”。

我打算用Plansponsor.com关于退休金的调研的一些细节来结束本章。前几章一起阅读，看看这些内容是否适合你。如果适合，请考虑改变你的计划。

大部分人都忽视退休金主要花在哪里——医疗保健。相当多的人（79%）很少或者从没想到，自己会长期住在养老院或是需要长期家庭健康护理。一半以上（56%）的人没有考虑过去办理一般的健康保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据本章前面引用的内容，这个调查看上去很让人不安。大部分美国人一般都不会在经济上为退休做准备，他们通常假设在年事已高、在睡梦中安然死去之前都很健康，并且不知道他从社保中拿到的资金并不能满足他的需求。

2003年4月11日（Plansponsor.com）——从业者对于对退休后的生活信心被下跌的市场和疲软的经济所动摇——但这个信心可能不是建立在美好的假设之上。

实际上，这个信心并不是建立在任何假设之上。61%的人并没想过他们要为退休存多少钱。在那些计算过自己需要多少钱才能退休的人中间，有36%的人说自己不知道或者不记得计算结果是多少。三分之二的人在一年前或更长时间之前做过计算，根据第13次年度退休信心调查，那些做过计算的人使用的方法"并不科学"，他们可能只是通过通货膨胀或经济的状况来猜测或估计一个数字。

职工福利研究协会是一个在华盛顿的公共政策研究小组，它与美国储蓄教育理事会以及马修·格林沃尔德协会联合完成了该调研报告。

尽管有诸多不足之处，但调研中那些对自己"很有"信心，认为自己退休后有足够资金让生活得很滋润的人的比例，在过去的几年里相对稳定。即2003年是21%，2002年是23%，2001年是22%，而1994年是20%。



这些信心，有些可以被解释为：在接受调查的从业者中，有将近一半（48%）的人表示，他们无论是在退休存款计划之外还是之内，都没有投资股票或者证券基金，他们可能不太会受到投资市场的巨跌带来的冲击。同时，职工福利研究协会的执行总裁和主席达拉斯·索尔兹伯里（Dallas Salisbury）在一个新闻发布会上警示："在2003年，对于退休一点信心都没有的职工所占的百分比是16%，而在1993年是6%。"该数字在2002年是10%。

很明显有其他的假设，在歪曲职工对退休的认知。从马修·格林沃尔德协会的总裁马修·格林沃尔德那里得知，70%的人计划退休以后继续工作，尽管目前只有26%的退休者的确这么做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在45岁或者更大年纪的职工中，有将近24%的人计划延期退休，一年前这个数字只有15%——然而目前有20%的人实际退休年龄要比计划的年龄要早。其中一半是因为难以预料的健康问题或者残疾，23%是因为他们所在企业发生变化，比如裁员或者倒闭。

另外，一半的受访者表示，即使只能拿到目前收入的70%或者更少的钱，他们也能够舒服地生活（39%表示少于60%也能生活得很安逸），大部分经济专家预测，职工至少需要拿到目前收入的70%~80%，才能过上不错的退休生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章
人口结构已注定



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



世界上没有免费的午餐。

—— 米尔顿·弗里德曼（Milton Fridman）

现在让我们走出美国，将目光转向世界上的其他国家。如果我们认为美国的养老问题很严峻，说明其他的发达国家也面临同样的问题。在接下来的几十年里，经济和政治层面都将因为养老问题而出现改变。我们先来看一下具体的情况，再做一个总结。

我将引用一篇发表在《银行信贷分析》上的文章[①]。马丁·巴恩斯（Martin Barnes）和BCA研究公司的成员，因过去几十年里所发表的研究数据非常精确而享誉全球。读完他们的文章往往有醍醐灌顶之感。

发达国家的人口数量在接下来的五十年里将锐减，而不发达国家，尤其是穆斯林国家的人口将出现爆炸式增长（如图11—1，图11—2，以及表11-1）。德国的人口将出现零增长，维持在8 000万人左右；而也门的人口将会从1 800万上升到8 400万。

① 你可以从 www.bcaresearch.com 查看和订阅他们的研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

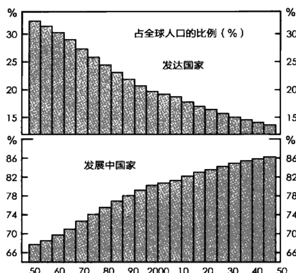


图11—1 全球人口的比例

资料来源：联合国，2002年人口报告；BCA Research 2003。

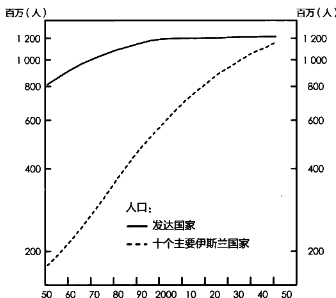


图11—2 全球人口的将会出现的巨大改变

资料来源：联合国，2002年人口报告：BCA Research 2003。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表11—1　　联合国对不同国家人口增长的预期（中值变化）

百万	2000	2025	2050	人口变化（2000—2050年）
德国	82.3	82.0	79.1	-3.2
意大利	57.5	52.9	44.9	-12.6
日本	127.0	123.4	109.7	-17.3
俄罗斯	145.6	124.4	101.5	-44.1
美国	285.0	358.0	408.7	123.7
阿富汗	21.4	44.9	69.5	48.1
伊朗	66.4	90.9	105.5	39.1
伊拉克	23.2	41.7	57.9	34.7
沙特阿拉伯	22.1	39.8	54.7	32.6
也门	18.0	43.2	84.4	66.4

资料来源：联合国，2002年人口报告；© BCA Research 2003。

俄罗斯的人口将会从1亿4 500万下降到1亿多一点点；而伊朗的人口将会从6 600万上升到1亿500万。日本的人口会降低到1亿900万；而伊拉克和沙特阿拉伯的人口分别会到达1亿1 000万人。意大利的人口将从5 700万降低到4 500万；而阿富汗的人口会从2 100万上升到7 000万。

这显示出那篇2001年7月披露的，长达100页，名为"全球长期人口结构趋势：地理政治学的改变"的中情局档案的重要性。以下是档案的部分内容：



人口急剧下跌所造成的权力真空让新的民族主义者有机可乘。相邻的国家之间人口增长速度的差异能够改变国家之间旧有的平衡……我们的工业化盟友们将面临老龄化问题所带来的前所未有的挑战。欧洲与日本都将会失去其对全球的掌控权和影响力……中东及撒哈拉以南的非洲国家整合年轻一代人的努力失败，已经导致这些地区的很多国家处在政治不稳定、民族战争，革命盛行以及反政府运动的包围之中。失业的年轻人成为激进运动和恐怖组织的生力军，中东一带尤甚。

加拿大的BCA公司总结到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较愤世嫉俗的观点认为，美国攻打伊拉克的主要目的是为了石油。石油可能是一个方面，但另一项长期的战略性想法可能也包括在内。在一些不稳定或陷入动荡的国家，数量不断增长的青年人可能会产生两个方面的影响。比如说，有迹象表明，伊朗的很多青年人希望国家从伊斯兰原教旨主义过渡到一个更加宽松的体制。青年人的力量不断壮大，可以成为国家和平演变而不是陷入不稳定的状态的主导力量。**然而，向那些从未有过民主政权的国家输送民主所面临的风险很大。尤其是在发达国家惨不忍睹的人口结构而导致的全球性经济危机面前，风险会更大。**

我们再来看一些BCA的员工的其他总结：

发达国家的整体需求将下降。欧洲和日本处于工作年龄段的人口将急剧下跌，连带这些国家的商品和房地产的需求下跌。而相应的老龄化服务的需求将增多，但新增需求不足以弥补工作年龄人口组的需求下跌。

工业化经济体的全职员工和劳动力的不足。未来这些国家的民众找到工作并不难，而极低的失业率也意味着将来的实际工资会上升。这对个人的收入来说是好事，但对公司的纯利润来说是坏消息。

新兴国家的需求会稳定增长。发展中国家的人口增长所带来的需求增长，为抵消工业化国家的需求减弱带来希望。然而，新兴市场之间的地域性差距将会非常明显，亚洲有可能会成为明日之星，而非洲则仍有可能深陷危机之中。

制造业将继续转移到亚洲。制造业继续往亚洲转移，不仅仅是因为发达国家的低需求和劳工短缺。汽车行业最终也有可能从欧洲和美国迁移出去。发达经济体将继续朝着服务导向型的经济体转变。

高福利的国家将会面临威胁。在财政压力之下，高福利国家很难维持当前公共事业方面的服务水平和失业救济等开支。大部分发达国家民众的退休年限会不可避免地被推迟，实际福利也会减少。同时，老龄人口会使政府资助的医疗保健部门面临巨大压力，而新的医疗技术会增加治疗费用和延长人均寿命，导致政府面临的压力进一步加重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧元区的整体性很难保持。欧洲严峻的财政问题的大背景，导致欧元区的稳定性受到质疑，欧元区的稳定增长协议最终会被抛弃。而在统一的货币制度与汇率下，各国财政上的差异将会产生巨大的压力。同时，即使欧盟向东扩张也不能减轻其老龄化人口结构问题，因为有可能成为成员国的东欧国家的人口结构可能比欧盟现有成员国还要糟糕（土耳其除外）。

在未来，中国会面临西方现在面临的这些问题。中国的经济正在蓬勃发展，但过一段时间之后它将面临人口结构问题。2025年，中国的新生人口出生率将低于现有人口的死亡率，而适龄劳动力人口也将在此时到达顶峰。中国的就业市场很容易雇佣那些从乡村迁移到城市的务工人员，但是像其他国家一样，人口老龄化问题将会让中国的财政问题陷入困境，虽然这个问题会比欧洲国家来得晚一点。中情局档案中所提到的其他问题有：一些局势动荡的国家的不断加速的城市化过程，传染性疾病的全球性传播，发展中国家人口的快速增加对环境所造成的不利影响。

欧洲与日本的长期展望并不乐观。因为日益恶化的财政现状让债券市场处于熊市之中，而日渐疲软的整体需求让股市备受打击。如果出现以下的情况：国家的劳动力出现短缺而国家又希望摆脱政府的债务，使得市场最终出现停滞型通货膨胀。那么，这两个趋势还会持续下去。

老龄化问题不仅与养老金有关



我们接下来看一篇由理查德·杰克逊（Richard Jackson）和尼尔·豪威（Neil Howe）共同执笔的长文章《2003年老龄化问题的指数》[②]。

这篇文章分析了12个发达国家的公共养老金基金的开支（例如前面提到的社会保险、州立退休基金等等）。在考虑到各国的经济情况、税收、开支和退休人员在时的所面临的环境（比如说，退休后希望由子女赡养还是自己管自己）的情况下，他们接着分析每个国家在未来的遭遇。

长话短说，分析的结果显示，这些发达国家将面临严峻的财政预算问

② 豪威是研究世代行为趋势的开创性书籍《世代》和《第四转折》的共同作者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题，某些国家的情况可能会非常严重。这篇文章将澳大利亚、英国和美国归类为轻度老龄化国家（见表11—2）。我们已经知道老龄化问题将会对美国带来多大的潜在影响，因此可以认为这篇文章给某些国家带来极负面的消息，尤其是欧洲的占有举足轻重地位的国家（法国、德国、意大利、西班牙和荷兰）。杰克逊和豪威为“古老的欧洲”下了一个新的定义。

表11—2　　2003年老龄化问题的指数

轻微老龄化到到重度老龄化国家的分布		
轻微老龄化	中度老龄化	高度老龄化
1. 澳大利亚	4. 加拿大	10. 法国
2. 英国	5. 瑞典	11. 意大利
3. 美国	6. 日本	12. 西班牙
	7. 德国	
	8. 荷兰	
	9. 比利时	

资料来源：美国战略和国际研究中心与华信惠悦咨询公司。

我们来看看一些比较重要的论点：

今天，在发达国家，每100个成年劳动力所对应的符合领取养老金的老年人的人数为30人。到2040年，这一数字将升至70人。在意大利、日本和西班牙这些老龄化程度严重的国家。这个数字更是高达100人。换句话来说。退休的人口与工作的人口一样多、这种逐渐增长的老年人群抚养率。会让“到期即付”的退休计划的成本上升——如果一个国家不为此做好充足的准备，这些情况将让其政府预算、经济情况以及成年劳动力背负巨额债务……发达国家在2040年为老年人所提供的公共福利将会占到国家GDP的25%，是2004年的两倍。

……在日本，这个比例会达到27%；在法国将会达到29%；而在意大利和西班牙更将会高达30%。福利相对GDP比例的增长，让我们怀疑今天的退休体系在将来是否能够继续下去——实际上，社会是否能在不让年轻人增加过多负担的情况下，为老年人提供一个体面的生活……我们不清楚这些国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否能在不产生经济和社会动乱的情况下做出改善。

在历史上，老年人——这里的老年人是指年龄达到60岁或以上的人——占人口的比例很低，在任何一个国家都从未超过5%。但在今天（2004年）的发达国家，这个比例是20%（见图11—3）。40年之后，这个比例将接近35%。而这还仅仅是平均数。在日本和其他欧洲大陆的快速老龄化国家中，整个社会的年龄均值将接近50岁，老年人的比例接近50%。

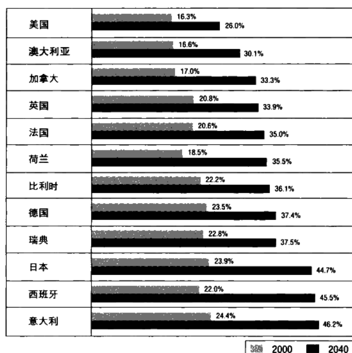


图11—3　各国老年人口占总人口的比例

资料来源：美国战略和国际研究中心与华信惠悦咨询公司。



今天（2004年），从数据我们看到，欧盟五大经济体的GDP有15%是花在老年人的公共福利支出上。而该比例将在2040年升至30%。日本的老年人公共福利支出占GDP的比例也将从2004年的11.8%上涨250%，达27%。

如何支付这些日益增加的负担？如果这些增加的开支都将由税收来凑齐，那么所有的欧洲国家都要将50%的GDP上缴国家，法国的比例甚至会超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过62%。与此相比，美国的税收将从2004年占GDP的33%上升到44%（根据这篇文章所给的信息，我假设这些税收包含了各个层面的税收）。日本的税收将会达到GDP的46%。

大家应该很清楚，这样的税收对于经济体系来说意味着一场灾难。劳动者的收入的80%～90%都被用来交税。经济将进入死亡漩涡。不管这些老龄化的美国，欧洲或日本的经济增长状况如何，都会被这么高的税收压榨干净。年轻的工作者将会“呼啸而过”，迁移到有较好的工作环境和合理的税收的地方。

2040年，日本的公共福利会增长到整个公共开支的66%，法国和美国的百分比是53%，而德国则是49%。2004年，这些国家的公共福利开支都在31%左右。如果不断增长的福利开支需要借由削减其它的政府财政预算来实现，哪些项目可以削减掉呢？对美国来说，可以削减国防开支，但欧洲和日本的国防开支本来就很少。教育经费？社会救济？街心公园？交通运输？在职员工的医疗或健康保险？削减这些经费的结果都非常难看。养老金占到GDP的50%的情况不太可能发生，因为在这种灾难发生之前，政府会做出其它的痛苦选择。

表11—3表示的是假设各国政府在利用借贷的方式支付养老金的情况下，其债务达到GDP的150%的年份。

表11—3　　各国财政负债达到GDP总量150%的时间

国家	年份
日本	2020
加拿大	2024
法国	2024
美国	2026
德国	2033

资料来源：美国战略和国际研究中心与华信惠悦咨询公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要削减10%的福利，欧洲差不多会有5%的老年人将陷入贫困——削减20%的福利这种事情想都不敢想。在这个问题上，日本的排名居中，尽管日本的经济前景堪忧，但他们国家有50%以上的老人是由子女赡养的。问题最严重的三个国家是法国、意大利和西班牙。澳大利亚被预期是人均寿命第二高（平均寿命86.7岁）的国家，最长寿的国家是日本，其预期的平均寿命是91.9岁。

法国的老年人有67%的收入来自政府公共基金，这个数据在德国是61%，而美国和日本则是35%（见图11—4）。这个比例在未来几十年可能只有轻微上升，但因为老年人口增长速度太快，因此公共基金的实际支出会急速膨胀。

如果加上医疗的开支，即使在假设没有新福利的情况下，针对老年人的花费占公共支出的比例也将迅速上升。

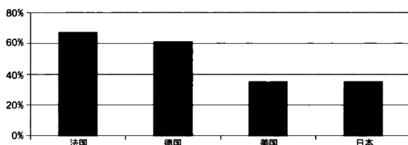


图11—4　公共基金在老年人收入中的比重

资料来源：美国战略和国际研究中心与华信惠悦咨询公司。

固化的人口结构

目前，全球的经济由美国、欧洲和日本所主导。但我们罗列的研究结果都指出，欧洲和日本在未来对全球经济增长的贡献几乎为零。世界经济太依赖美国了。所有的国家都想将商品卖给美国的消费者。2003年，美国的国际贸易逆差达到5 000亿美元，这种事情不可能会持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BCA公司认为在未来十年里，日本政府发行的债券将会到达GDP的300%。假设这样的事情会发生，那相当于美国发行了36万亿的国债的效果。即使利率为零，债券的数目依然惊人。日本如果要这样做，就只能是以经济大国中前所未有的方式大量印刷钞票，才能挽救其经济。在如此巨大且不断上升的赤字下，我们很难想象，日元会像某些人认为的那样，在长期里保持坚挺。因为赤字终究会滋生通货膨胀。

欧洲的国防开支占国家预算的比例已经很低。就像有人说的，欧洲将要在“枪杆或摇椅”之间做出选择。随着人口的减少，他们将很难找到足够的人来维持现有军队的规模。

除非解除对国民养老金所做的承诺，否则在未来，欧洲国家在国际上的所扮演的角色将减弱，虽然法国不支持这个观点。亚洲所担负的任务，尤其是中国和印度，在我们子女生活的未来世界里将会变得非常重要。

BCA的两篇文章重点提示了，欧洲和日本这些发达国家将会出现动乱。他们不能在向退休人员支付已经许诺的退休金的情况下，保持经济的增长。在这二者里面，他们只能选择其中的一个。如果他们选择增加税收与减少机会，欧洲的青年才俊们将会投反对票，像他们18世纪和19世纪的祖先们那样。而这只会让情况变得更糟糕。但我们也无法奢望，退休的人会投票来削减自己的福利。

简单来说，世界经济的增长，依赖于发展中国家的经济增长。老龄化的发达国家不再会像20世纪的后半段那样，成为21世纪世界经济增长的引擎。

对于目光长远的投资者来说，这意味着新兴市场以及能在新兴市场分一杯羹的国家，将会出现真实的商机。

这话在今天看来可能比较奇怪，但几十年以后，中国可能会抱怨众多中东和西亚的廉价劳动力。如果这话听起来似乎遥不可及，你只需要回顾一下几十年前的日本。下一波泡沫将会出现在我们的西方——亚洲。

正如BCA所强调的，伊拉克的民主实验是否成功，对未来世界的局势至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关重要。1945年，很多人认为在军国主义的日本建立一个成功的民主制度是不可能的。2002年，哪个地区的股票市场表现最好？显然是俄罗斯的股票市场，这是由于该地区的税收比率最低。

你可以认为我很天真，我当时真的不认为伊拉克战争的主要原因是石油、美国霸权主义或是在伊拉克建立一个民主制度。但是，我认为，目前美国政府希望通过这个事件，向伊斯兰国家推行民主制度。

伊拉克人都受过教育，很具有创业精神和商业文化。我预计（至少是强烈希望），如果有机会，伊拉克重整旗鼓的速度将超出世界上很多国家的预料。因为人口增长很迅速，他们将成为中东地区经济增长的引擎。如果布什总统真地希望帮助伊拉克，他应该拆除美国与伊拉克新政府的所有贸易壁垒，再走到幕后，让市场自由地运转。

就在几年前，我们对中国的人民和军队望而生畏，他们被看成是敌人。但现在，两国的经济紧密交织在一起，因此消除纷争、维护和平才符合两国的最大利益。我们现在相互依存。如果美国想要与阿拉伯世界和平相处，我们也要在经济上与阿拉伯世界紧密联系在一起。如果这条路走不通，我之前所罗列的人口结构问题，将会对我们以及我们的子孙后代产生极其负面的影响。



最后，假如我还年轻有精力的话，我会认真考虑去学第二语言或第三语言，去海外寻找机会。我会在美国学会一门生意，再将其复制到海外。或者你也可以考虑资助一位有时间和精力在其他国家开拓新生意的年轻人。但如此一来，你要做好旅行的准备，即使只是一个投资人，你也要学习当地的语言和习俗，要准备好迅速地改变航行方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章
美元霸权的末路



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你是谁并不重要——我总是仰赖陌生人的善意。

——布兰奇·杜波依斯(Blanche DuBois)，田纳西·威廉斯(Tennessee Williams)的话剧《欲望号街车》女主角。

世界经济正处于转型之中，很多已经存在很多年的现有趋势将会被推翻。这种改变对很多美国或海外的人及商家来说，将会非常痛苦。但从另一个角度来看，这些改变也会为那些置身于变革的有利地位、深思熟虑的投资者和商家提供很多机会。

首先，我们会调查世界经济这块大蛋糕的各个组成部分，然后看看我们是否能够将这些组成部分放在一起，拼接出未来几十年里我们将面临的真实经济状况。

陌生人的善意

美国每年都要从外国“借入”大约5 000亿美金。美国经济增长很大程度上要依赖于这些借来的钱，当然，全球经济的增长也是基于美国的发展。这种良性循环现在渐渐变成一个恶性循环。

“美国的储蓄不足，导致其必须从国外引入多余的储蓄来支持经济的增长，这些储蓄绝大部分来自亚洲，欧洲也有一些，而且美国必须管理很高的国际收支赤字，才能吸引到这些储蓄。现在美国的联邦政府预算的赤字不断增加，国家的净国民储蓄水平——包括消费者、商家和政府部门——很容易从2002年历史低位1.3%的储蓄率降低到‘零’。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，美国的经常账户赤字（current account deficit）将会达到GDP的7%，即每个工作日需要30亿美元的外资支持。世界上从未出现过如此重量级的外债。”摩根士丹利的首席经济学家史蒂芬·罗奇（Stephen Roach）如是说。

以广义贸易加权汇率计算，美元在1995年春天触底，并于2002年初涨了47%左右。然后开始下跌，到2002年的4月份就下跌了8%。而欧元（以及相关的货币）以广义贸易加权汇率来衡量，则是从2002年的高位下降了50%左右。欧元从1999年1月的1欧元兑换1.14美元逐渐下跌到0.82美元，之后在2003年5月回升到1.15美元。2004年初，1欧元的汇率是1.28美元。美元会继续贬值吗？我们先来看看是什么导致了美元升值，再来讨论美元有多容易被攻击而进一步下跌。

虚高的美元

由于其他的国家，尤其是亚洲痴迷于将产品销售给美国的消费者，因此美元的价格被人为地推高。如果进口产品价格上升30%，那么美国可能会少买一点这类产品，多买一点本土生产的产品。当然，这样一来我们的生活成本将会上升而生活质量则会下降。而国外商家的商品销售量降低，他们国家的失业率会上升、利润却降低。因此，尽管美元在未来可能会下跌，他们还是必须接受美元的现行价格，以维持现在的销售额。这是多方权衡的结果。

现在，国外的制造业愿意接受目前美元的价格，来维持工厂的正常运转。美元在他们国家会被兑换成当地的货币或其他货币，或者当做战略储备被存入中央银行。这个过程导致美元比它正常的价位要高，像我们目前看到的这样。

另外，有些人持有美元是因为美元比他们所居住的国家的货币更保值。美钞在很多拉丁美洲国家、非洲国家和其他地区的发展中国家很受欢迎，很显然，美元比当地的货币更有价值。

欧元会成为美元那样受欢迎的货币吗？当然，不过那时人们就会有两个选择，美元不会被舍弃。欧元会比美元更受欢迎吗？在某些国家欧元会更受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢迎，尤其是那些在地理上靠近欧元区的国家。但各国人民持有外币的主要动机，并不是要持有表现最好的货币，而是希望持有一些非本国的货币，因为他们当地的政府会持续地推行通货膨胀，让其货币贬值。

当然，很明显，如果不是作为世界通行的储备货币，美元的价格也不会这么高，美元的购买力也会降低。外国人看到美元的购买力如此之强，常常会嫉妒，并将这看成是美国霸权主义的表现。但其实这有好处也有坏处。虚高的强势美元，意味着美国的制造业正慢慢被蚕食，制造业工作岗位不断从美国移出到其他生产力更廉价的地方。天下没有免费的午餐。

如果美元虚高，我们有理由相信它会贬值吗？美联储的一项关于发达国家的贸易赤字过于庞大会产生什么后果的调查显示：

总的来说，如果贸易赤字扩大到GDP的5%，那么该国的货币将会贬值。通常在到达5%之后的三年内会贬值20%，直到贸易逆差结束。①

因此，当一个国家的贸易赤字占GDP的6%~7%，这个国家就处于真空地带。如果支撑美元虚高的因素被移除，那么美元就会持续下跌，这种情况曾经发生过。这再次说明，这些因素包括那些兜售商品给美国的企业，发展中国家的那些希望持有一些有价值的货币以抵抗本国货币贬值的人，以及美元是各国储备货币的事实。我们来看看这些因素会不会被改变。



美元升值的路径

当美元升值时，美国尤其是美国的消费者，就逐渐成为全球经济增长的引擎。在1995—2001年间，美国为全球GDP（以市场汇率来计算）增长贡献了96%的力量——其占比也翻了一倍。相比之下，欧洲大陆在1995—2001年间的真实GDP的增长率平均只有2.2%。如此低的增长率只为这段时间的全球GDP做出了很小的贡献，比其占世界15.7%的产出要低很多（经过购买力平价计算）。

① 研究还显示，在贸易赤字见顶之前，该国的GDP增长速度会下跌3%左右，而其短期利率会上升，我们会在之后的章节里讨论这些复杂的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界各国有很强的向美国兜售所有商品的强烈愿望，亚洲尤其如此。是的，很多“亚洲奇迹”就是靠着卖商品给美国而成就的。美元的需求很大。各国的中央银行都持有美元，将其作为储备放在电子金库中。

2003—2004年，全球陆续从美国购买商品、股票、债券、企业和房地产，这为美国狂热的购买欲提供了资金支持。总的来看，扣除海外投资之后，美国欠的外债大约为2万亿美金。这个数字在过去的几年里增长迅速。②

奥地利著名的经济学家汉斯·森霍兹（Hans Sennholz）发现了一些相互冲突的需求：

世界上没有哪个中央银行，能够在不断让自身的货币贬值并公然藐视利率规则的情况下，维持其货币和经济系统的稳定性，就算美联储也不行。通货膨胀通常会加速货币的贬值，最终可能会打击法定货币，影响经济的发展。但同时没有一个政府能够在不伤害与其债权人的信用的情况下，扛起每年5 000亿美元的预算赤字。新债养旧债的方法会降低美国的信誉，让人们对其是否有还债能力产生怀疑。

外国的主要债权人可能仍然选择不采取行动，让债务人自己处理好自己的问题。他们可能会紧盯美元的汇率，就像中国政府一贯坚持的做法一样，共享美元流入的硕果。这不仅仅是为了向美国出售商品和服务，以解决中国成千上万的就业人口的问题；这也是为了吸引美国的资金和技术，使中国停留在19世纪的经济体一跃成为当代的拥有高科技能力和产能的经济体。他们很显然不急于让本国的货币增值，这既会抑制商品的出口，又会抑制美国资本的流入。美元可能会在庞大的外债压力下贬值，但他们可能已经为庞大的外汇贬值做好了准备。

摩根士丹利的经济学家预测，2004年美国的贸易赤字可能会占GDP的6%以上，比以往的数据要高50%左右。每天，我们需要从国外进口20亿美元的商品。这种行为是不可持续的。就像亚马逊公司，不能在入不敷出的情况下，靠借贷让股票一飞冲天，美国终究会为其贸易赤字付出代价。

② 顺便提一下，当美元下跌时，我们对外投资的资产以美元计算就会变多，而以其当地的货币计算则会变少。因此，美元的下跌其实能够改善美国的国家损益表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设经济学家预测2004年的赤字比例，在未来一段时间里仍将继续，那么几十年以后，外国人会控制那些美国人不能控制的东西，而我们显然不应该让这种情况发生。我们要拿出一些东西作为交换，因此不是美元贬值，就是美元现金流发生顺差，或两者同时发生。我们需要通过多出口一些东西，少进口一些东西，减少贸易赤字。而市场的自动调节机制的反应就是让美元贬值。这会让进口商品的价格上涨（因此我们买入的商品数量会减少），也会让我们出口的商品的价格降低（卖出的商品数量会增多）。

如果某种行为是不可持续的，那么这种行为终究会被终结。趋势会反转。希望全世界的中央银行和企业，都能够意识到这种贸易的趋势需要改变，与其让美元突然大幅下跌，从而引起世界范围的衰退，还不如让它慢慢下跌，这样一来痛得也轻一点。

那些不担心贸易赤字和美元价格的人指出，只要外国对美元的需求没有底线，美元和美国就一直是供他国选择的避风港，因此美国没必要为之担忧。但如果你查看当前外国投资者是用什么资源来购买美元，你就会为美国担忧了。

我们买进口商品时，会将美元兑换成商品（服务）出产地的货币。当一个外国人想买美国的东西时，他也需要美元。而货币流动的不平衡会导致货币价值的上下波动。这就是供需的最原始模型。如果有人想买美元，那么美元的价格就会上升。



但为什么美国花的钱比挣的钱多，美元的价格还上升呢？这是因为外国人用美元在买美国的公司、土地、股票和债券。同时，国外的中央银行，尤其是亚洲的中央银行，将美元当成了战略储备。

美元升值期间的一个很重要的原因是国外公司在美国并购公司或在美国建立新厂。1990—1995年间，因为欧洲国家在美国进行兼并而产生的美元流动平均每年为100亿美元。到2000年，欧洲从美国买入的商品、服务以及投资所花的钱高于6 000亿美元。直接投资则高达2 370亿美元，购买除债券以外的证券金额为3 270亿美元。减去美国在欧洲的投资，欧洲对美国的净投资为1 940亿美元。通过这种方式形成的贸易逆差，占美国与欧洲的贸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易逆差的一半。[3]

2001年，美国对欧洲的贸易顺差是1 840亿美元。但在2002年，美国的贸易顺差急速下跌，差不多只有35亿美元。2003年，美国开始对欧洲出现贸易逆差。

但欧洲并不是美元升值的唯一因素。亚洲也是导致美元升值的重要力量。比如说，2001年亚洲各国增加了美元的战略储备。摩根士丹利的经济学家说："11月份亚洲（不包括日本）净流向美国的美元有173亿，而12月份更是上升到198亿，这两个月的金额创了纪录。单就12月份来说，从亚洲净流向美国的美元，有42%的资金来自于中国内地和中国香港地区的市场。**年底亚洲（不包括日本）净流向美国的美元的增长，让这一年该地区流入美国的资本达到创纪录的1 110亿美元，比前一年的金额高两倍还要多。**"

与欧洲不同的是，亚洲在2002年、2003年以及2004年的年初，在持续不断地买入美元。通常买入美元与采购之间会有一个资金滞留期，但在2003年2月日本（55.8亿美元）和中国（18亿美元）就开始大举买入美国国债。2003年的初步资料显示，亚洲依然在买入美元，其中日本和中国尤甚。2004年1月，日本动用了650亿美金以避免日元增值。这样大级别地买入美元，史无前例。

然而，此时欧洲从美国撤走了34亿美元，英国撤走了29亿美元，加拿大撤走19亿美元。当然，以卖出美元的国家的货币计算，他们在美元投资上损失巨大。

现在我们来看看为什么亚洲要买入美元。

货币贬值竞赛

格雷格·韦尔登(Greg Weldon)是我欣赏的一位分析师，也是《每日资金监管》的作者，他常常会探讨"亚洲的货币贬值竞赛"这个话题。在这

③ 你可以从美国商务部网站www.bea.doc.gov看到大量这类数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，他的意思是亚洲国家让各自的货币保持在一个较低的价格水平，以对抗其他各国的货币，这样可以让该国的商品更吸引美国消费者。每个国家都担心如果本国的货币开始强势，那么其他亚洲货币会从中坐收渔利。

如何让本国的货币贬值呢？你只用制造出比市场需求更多的货币就行了。然后，中央银行再用自有货币买入美元作为储备，用于投资美国的国债。

这种竞赛已经持续多年，各国争先恐后想成为领头羊。看上去没有一个国家希望自己国家的货币比其他竞争对手的货币强势。

不过，这样的情况对该国的消费者来说不太好。这意味着对该国家的消费者来说，买美国的商品和服务要多花很多钱，美国的出口也因此受限制。这不利于他们的生活习惯或储蓄。

那为什么这些国家还要极力让本国的货币对美国贬值？这些国家认为，出口可以为国家带来繁荣。因此每个国家都认为，如果他们的货币走强，其他国家就可以通过向美国出售更多的商品而获利。

举例说，泰国中央银行的行长在2003年针对泰国的问题发表了一个简短的演讲。韦尔登发现他在几句话里用了5次“出口”这个词，出现概率相当于整个演讲的12%。那时泰国的出口下降了8%，很显然他对此忧心忡忡。行长将重点放在汇率上，尤其是日元对美元的下跌比泰铢对美元的下跌要大很多。



当然，日本政府已经公开叫嚣了很多年，说日元的货币价值太高了，在日元升值的时候，他们致力于让日元贬值。日本的一些领导人甚至公开表态说日元对1美元的汇率应该是160，而非2004年早期的108。日本的领导人明显希望日元的汇率在130左右。

这里，核心的内容是：如果亚洲各国认为他们应该一起让货币升值来对抗美元，那么他们可以立即执行。他们不是不想自己的货币升值，只是不想自己的货币比其他亚洲国家的货币要强势。如果美元同时对亚洲所有的国家贬值，他们也不会有异议。他们会非常开心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个过程中，人民币扮演的角色就象一个900磅重量级的大猩猩。由于人民币汇率与美元绑在一起，因此人民币汇率一直都没有变动。由于在劳动力成本方面，中国相对于其他的亚洲国家来说，有很明显的优势，其他国家就不得不让其货币贬值以保持竞争力。尤其是日本，对中国货币的汇率颇有微词。

在什么时候，美元被高估给中国所带来的痛苦会超过销售给美国的商品出现减少的痛苦呢？我想应该是在中国政府允许汇率自由浮动的时候。亚洲国家未必希望美元被高估；他们只是希望相对于其他亚洲近邻来说，自己的货币汇率会比较吸引人一些，因此当中国政府允许人民币升值时，美元的高估就将走到尽头了，因为其他的亚洲国家会觉得让他们自己的货币稍微升值一点也无妨。

来自世界各个角落呼吁中国采取浮动汇率政策的声音越来越高。中国并没有对这些压力做出回应，他们像其他所有国家一样——直到符合他们自身利益时，才会采取行动。当中国政府认为其国内的需求在稳定增长，可以接受出口美国的商品缓慢下降的情况下，汇率可能会浮动。但这件事具体会发生在什么时候谁也说不定，因此美元应该还会强势一段时间，虽然通过其他的指标计算美元应该下跌。

中国将是这一系列多米诺骨牌效应里可能发生意外的地方。投资者需要密切关注这个地区，因为它可能会出人意料地引发美元迅速贬值。

另一点是，你应该记得我在之前提到，通过贸易加权汇率计算，美元贬值了8%；但其相对于欧元的汇率，下跌了50%。是什么因素导致美元的在通过贸易加权汇率计算后会较欧元汇率升值呢？

简单来说，加拿大、墨西哥、中国和日本的货币，占贸易加权货币的47%。加币和日元有轻微的上升，但墨西哥的比索在下跌，人民币的汇率与美元绑定，因此在美国的这些贸易伙伴的货币汇率并没有出现大的波动。当然，这种情况在将来会改变，但目前这是导致美元在贸易加权汇率计算后较汇率有升值的原因之一。因此从长期数据上来看，美元对欧元（以及与欧元相关的货币）的贬值，是导致美元在贸易加权汇率计算时会有轻微下跌的唯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一的主要原因。

顺便说一下，美元下跌20%～30%并没有你想象的那么恐怖。在20世纪80年代和90年代早期，美元跌去了三分之一以上，但美国看上去还是好好的。那时候美国国内的通货膨胀下降了，经济也在增长。当然，美元贬值更有利于美国商品的出口。我认为布什政府会继续悄悄地推行弱势美元的政策，一边推行还一边说，市场决定美元的价格。

单一价格法则

《货币预测评论》的编辑艾德里安·凡·艾克（Adrian Van Eck）向我们透露了布什政府在应对美元在全球范围内被高估的问题时所采取的策略：

圣路易斯联邦储备银行的《国际经济趋势》——以一个有趣的针对货币和价值的分析来开头。在这篇2003年的年度巨献探讨了以下内容：

"单一价格法则表明：如果是用同一种货币来计价，某种商品在不同国家销售时，其销售的价格应该会相同。举个例子说，如果加拿大的铅笔比美国的便宜，有人会从加拿大买入铅笔再卖到美国来赚取差价。这种行为会导致加拿大的铅笔价格上升，也使得美国的铅笔价格下跌。"



不幸的是（这正是乔治·布什所面临的本质问题），单一价格法则常常不适用于美国与其他贸易伙伴之间的关系。美国的第一大贸易伙伴是加拿大。但加拿大政府让加币贬值，好让加拿大人在贸易中处于有利地位。很多年前——有一段时间——加币和美元几乎持平。之后比尔·克林顿(Bill Clinton)和鲍勃·鲁宾（Bob Rubin）开始推行"强势美元"政策。即使美国还在假装推行强势美元政策，加币和美元之间被拉开的差距的一半，也已经被弥合了。这样的汇率差别，足以让加拿大对美国贸易顺差在2003年12月份达到49亿美元，而2003年一整年的顺差则是307亿美元。这个差额可是非常大，相对于美国来说，加拿大的人口才那么一点点。

欧洲已经允许欧元对美元升值。日本也在紧随单一价格法则来调整货币汇率。其他国家也在悄悄与美国的财政部合作，以让他们的法定货币紧随美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的走势。这将让全球自由贸易在公平的贸易之下繁荣发展。

这些信息是整个布什政府和共和、民主两党参众议员共同传达的信息，因为这些人的家乡支持者蜂拥来到华盛顿，愤怒地抱怨中国不遵守公平的原则。这里有一件事让我欢欣鼓舞：我们的主要贸易伙伴们看上去正在往公平货币政策的道路上行进。

这种调整是由于最近（2004年）七大工业国在迪拜举行了G7峰会，会上各国一致赞同贸易应该在**单一价格法则**下进行。这是罗斯福总统当政时推行的政策。在金本位的时代，各国的货币之间都是平衡的。在德国花了1美元，你就能得到价值1美元的商品。

相应地，如果一个德国游客在美国消费了1马克，那么他将会得到与1马克在德国的价值相等的东西。法国、意大利和西班牙的货币价值也一样如此。所有的货币都与黄金相连。过去的货币定价，即方便又公平。

那时没有国家被允许更改其币值，让自己的货币贬值，挤掉别人，以便在贸易中获得一席之地。真正的竞争才能提高所有人的生活水平。在尼克松总统让美元脱离金本位的30年后，世界依然像是在丛林时代，过着和老虎、狮子一样的生活，为生存斗得“你死我活”。因此在迪拜的G7峰会上，大家一致强调，这种货币政策“必须被叫停”。

然而，在美国经济——最根本还是全球经济——走向繁荣（希望如此），股价达到历史高位时，布什政府和G7成员国将会向中国施加压力。记住中国已经摧毁了世界上任何一个国家的制造业。人民币会有条不紊的升值到公平的价格。我们没办法给这件事设定一个时间窗口，但它终将会发生。

单一价格法则最终会成为全球贸易的法则。除此之外，我们别无他法。

令人不舒服的调整

尽管凡·艾克的观点认为美国经济长远来看很有希望，但在当前的美国，做这样的重新调整并非易如反掌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年，摩根士丹利预测美元对欧元的汇率每降低20%，就会让欧洲的GDP增长率减少1%，而且看上去情况真的是这样。美元如此大的跌幅，打击了欧洲的商品出口（到美国），也让其它国家认为欧洲的商品和服务的价格更高。如果美元对欧元的汇率在此基础上继续下跌10%～20%，也就是说1欧元等于1.4或1.5美元（这种情况很有可能发生），其制造的产品不仅要与亚洲的产品拼价格，还要与美国的产品拼价格，这会让欧洲各国叫苦连天。德国尤其容易受到伤害。

1欧元升值到1.4美元或1.5美元将意味着欧洲制造的商品，（按美元计算）在几年内上涨60%~80%。如果像BCA公司所认为的，1欧元会升值到1.5美元，那么欧洲将更痛苦。这不仅会让美国和亚洲（除非中国重新制定其货币价格，亚洲其他国家跟随）不仅在向欧洲兜售商品和服务时占有极大的优势，在世界上的其他地方也有很强的竞争优势。如果欧洲的企业已经存在问题（从财务分析来看，确实如此），那结果更加不堪设想。

欧洲各国能做些什么呢？他们可以要求提高关税，但这只会引起一场他们必将失败的贸易战，并且可能会导致全球性的经济衰退。提高关税本身就违反了之前欧洲花了大力气才促成的一些列协议，也会使欧盟之间出现嫌隙。这种事情不太可能发生。

最有效的方法可能是游说中国采取对美元的浮动货币政策。但这也意味着欧洲会面临严重的经济困境，也可能会导致真实的通货紧缩问题。



美元贬值抗通缩

通货紧缩的浪潮正在席卷全球。对美国通货紧缩忧心的美联储官员给出了一个较明显的暗示：让美元贬值能非常有效地帮助美国抵抗通货紧缩。但是，对于其他国家，这一举措起了相反的效果。

货币竞相贬值的副作用之一是，日本和中国将他们的通缩等效地转嫁给美国。现在，欧洲也处于同样的情况。欧洲完全有可能在未来一年左右里发生通货紧缩。欧盟的不足之处是它对经济问题的反馈受制于一些协议。因此，欧洲中央银行对一些特殊的经济事件根本就没有相应解决方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如前所述，未来可能会出现的情况是，中国重估其货币的价值，而亚洲其他国家紧随其后。这对欧洲有利，世界各国的贸易也会最终达到收支平衡。只有那些最能应对变化的国家才能成为赢家。

不幸的是，日本会在这个过程中处于不利地位。很明显他们正在面临严重的通货紧缩，而日元升值将进一步加深通货紧缩，令其陷入困境。

美国的债务问题在日本问题面前显得很渺小，《福布斯》上的文章写道：

表面上，日本拥有11万亿美元的储蓄，有足够的财富应付通货紧缩。听起来倒像是真的——但是，如果你有所了解，根据高盛的估算，日本资产负债表上的总额（包括家庭、企业、政府部门）约为30万亿美元，是日本的GDP（5万亿美元）的六倍（美国公共和私人债务总额为19万亿美元，是GDP的两倍）。可见日本银行在流血，日本目前正处于真正的危机之中。日本的四大银行已公布的亏损有3万亿日元，差不多是200亿美元。对日本企业分析的结果也不容乐观，因为随着人口老龄化的加剧，日本本国的消费需求正在减少。

日本银行的坏账数量惊人。很多外部分析师认为，日本银行基本上已经破产了。他们的会计制度会让安然的高管脸红。比如说，他们的银行不用在财务报表上标出其持有的股票市值。

日本是世界上的第三大经济体。它已经成为全球主要的债权国，因此不景气的日本对谁都没有好处。日本能承受日元汇率升高20%~30%的后果吗？它能够不通过大量发行货币而阻止货币升值吗？2004年1月，为了不让日元升值，日本政府在一个月里动用了650亿日元用于购买美元。

如果日本不让其货币升值，亚洲其他国家会让本国的货币升值吗？举例来说，如果韩元对日元汇率上升20%，现代汽车成本就会跟丰田的一样。价格优势尽失，韩国将遭受损失。货币汇率实在是变化莫测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聚焦未来图景

让我们来看看下面的内容：

- 美元走入了泡沫型的虚高阶段，因为全世界都想卖产品给美国。
- 低利率促进美国的整体消费，让消费者借钱来消费，买房。而且股市泡沫，会让投资人感到富有。但这两种趋势已经结束。
- 历史上从未有过如此严重的贸易赤字，目前的货币调整都无法及时跟进。
- 一些调整通常会减缓相关国家的经济增长。
- 世界各国，尤其是亚洲，专注于兜售产品给美国的消费者。美国贡献了世界GDP增长的96%。
- 这样的情况不会永远继续下去，所以在某些时候，一些国家必须找到其他可替代的消费者来消费产品。但是，潜在客户的购买力相对较弱。许多发展中国家很少有真正的内部消费开支。
- 许多国家的经济已经不景气。自1989年以来，日本一直处于经济衰退的边缘，到2004年底，欧洲经济可能也会出现衰退。像中国这样的新兴国家，也依赖于世界贸易的增加，来带动经济的增长。



这表明，将美国作为主要销售对象的发展中国家将不得不开发自己的内部市场。我们会经过一个过渡期，让以美国的需求为中心的世界，转变成一个多方需求平衡世界。

我所说的“不得不”不是指基于道义上，美国让美元贬值，从而使我们购买的产品的价格更昂贵。我提到“不得不”是基于自由市场观念。世界上根本没有选择。一切都有限制，陌生人的善心也是如此。

除非世界各地，尤其是亚洲可以逐步摆脱对美国消费者的依赖，否则美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元将继续保持虚高。这并不是说，美元不会贬值。它会，只是如果没有刚才所说的人为因素，贬值所需的时间会短一些。

世界货币和贸易格局需要花很多年时间才能磨合好，在某些情况下会很痛苦。调整不会即刻发生。美国不可能在一年内从自己的巨大贸易赤字中走出来。要走出来需要很多年。国外的商家会出售任何他们可以出售的产品来换取利润，并会继续以更高的价格出售给美国。尽管美国不是未来世界发展的唯一动力，它仍将是一个主要的贸易伙伴。这不是希望美国消失。只是说，既然我们卖的东西那么少，也就少买点吧。

世界货币和贸易格局的调整会拖累一些市场，也许会导致全球性的经济衰退。这种经济衰退将有助于平衡世界贸易秩序，这将意味着磨合之后，世界经济会出现更加稳定的增长。这一切将会如何发生？美元的价值将会怎样变化？世界贸易将受到怎样的影响？没有一个答案，因为有太多的变量，我们难以做出准确的预测。

我们可以确定的是，美元很有可能会下跌20%~30%（总的来说，一些货币升值，必然有一些货币贬值），各国将会找到除美国以外的消费群体，这将导致在美国国内购买模式的重大转变。

接下来，我们将以著名经济学家汉斯·森霍兹发表过的一篇名为《从毁灭中拯救美元》的文章中的一些深刻的见解结束本章对美元的讨论。

美国财政部和美联储官员似乎低估了美元以及美国经济的在国际上所面临的逐渐增加的危险。不过，即使知道真实的情况，他们的行动反应也会很有限。

一些学术顾问，支持随时消除那些造成经济困难的首要因素，他们将阻止美联储信贷的立刻扩张并将从容制定联邦政府预算。他们将允许利率随市场变动，同时允许资本市场和劳动力市场自由调整，以符合人们的偏好和选择。总之，他们会让美元趋于稳定，将其从最有害的约束中解放出来。但他们也清醒地意识到，这样的解决方案不仅会受到决策者的抵制，也会受到美国人民的抵制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在政策制定者和他们的代言人的影响下，大多数人不知道货币政策与其可能带来的令人始料未及的影响之间的因果关系。即使他们拥有货币方面的知识，他们也可能会拒绝一个突然的稳定美元的终极方案，因为这将痛苦地显现出财政政策和货币刺激政策所造成的全部损害的严重程度。放任经济失调而不管不顾，我们会迎来一个痛苦的经济衰退，这个衰退可能漫长而严重，因为许多体制性障碍，会妨碍甚至挫败必要的调整。美国人很少相信这些顾问和相信这样的观点……

经济学家没法想象主要的世界货币——美元会崩盘。当然，它会继续以不同的速度贬值，美国经济也将继续不振而且不稳定。欧元甚至有可能和美元分享它作为世界储备货币的重要地位。然而，欧元本身受到来自于其三个最大的成员国（德国，法国和意大利）的大规模赤字的影响……

森霍兹注意到了日益增长的贸易保护主义情绪和许多经济学家的悲观预言，他评论道：

不幸的是，美国倾向于商业保护主义，这不仅会对美国的经济造成严重后果，也会对世界各地的经济将造成严重后果。它不会缓解导致失衡的根本原因：美联储刺激和联邦政府的赤字。事实上，保护主义反而会加剧经济的衰退：新的进口限制，会导致商品价格上涨，因此消费减少，生活水平下降。这将削减政府财政收入的各种来源，反过来会增加预算赤字，使情况变得更糟。此外，中国政府和其他国家在受到美国保护主义的打击后，会对美国商品采取类似的限制来打击报复。这些国家会亦步亦趋，毫不犹豫地用干涉的方式伤害自己的贸易伙伴国——美国，对自己的人民施以更加严厉的限制。



比较乐观的情况是，美国逐渐放弃其货币政策取向，有序地将市场环境调整到流畅的状态。通过转移支出和减少军费支出，联邦政府可以在未来几年平衡其预算。联邦储备系统将保证市场利率恢复其基本功能，在将来有效地分配经济资源。

一个痛苦的调整过程将会很快开始：利率将上升，误导消费模式会被叫停，储蓄和资本积累的行为受到鼓励。景气的行业很快会出现增长停滞，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而另一些行业会从几年的停滞中恢复。与此同时，希望中国和其他债权国的货币能够升值，而美元逐渐贬值，这可以削减美国的贸易赤字，提高商品价格，而美国内部和外部的所有美元债务也会一起贬值。在联邦预算平衡以及利率处在市场水平之时，美元将继续作为主要世界货币正常运转。

在这种情况下，真实情况会浮出水面。在世界货币市场中，如果美元贬值30%，相当于32万亿美元的美国国债也会降低30%。这会使美国政府的三万亿美元国际债务减少一万亿美元。美国商品价格会以较低速度上扬，这无疑会让所有债务人松一口气，而债权人的财富则会减少。有很多方法可以用来欺骗债权人。美国政府将使用古老的政治策略——货币贬值。

当权者不太可能迫切需要改变什么，他们喜欢目前的制度。相反，在政治上的反对派，因为急于代替当权者，有一天可能会认识到当下的体制需要改变，并主张回归到有偿付能力和诚信。当选民终于意识到解决问题的迫切性，并选举及支持反对派做出纠正，美元可能会稳定下来。这需要很多勇气和强执行力来进行痛苦的调整，掌控事态的发展进程。

我们最喜欢渐进的调整，这在民主社会中是唯一一个可实现的改革路径。当选民意识到，美元从一个危机到另一个危机中，其价值和购买力在不断萎缩，他们可能要捡回所有货币的“旧标准”——金本位。1971年，在尼克松总统放弃国际黄金兑付准则且将美元定为唯一可用的交换货币时，世界各国取消了金本位。自那时起，世界经济一直处在危机之中，日益失衡。

我们在后面将看到，黄金，这个从蛮荒之时即作为货币的古老货币，将成为美元贬值的受益者。黄金，作为一个中立的货币，它的作用不会被中央银行控制。虽然投资者可以在美元下跌中，为了保护自已利益，简单地兑换非美元货币，或投资股票，债券及其他，但这些投资仍然会受央行的影响，因为央行是印钞票的。

本书中所讨论的所有趋势里，美元下跌是最可能发生的事情。只要在现实中，美国的贸易赤字保持在GDP的4%～6%，美元就无法保值。好消息是，这种调整通常要耗费数年时间，牛眼投资者将有时间来调整投资策略，从这一趋势中获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

差强人意的经济



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做预测很难，尤其是对未来做预测。

——尤吉·贝拉（Yogi Berra）

我在2002年1月份开始着手写这一章。当年的第一个季度，美国的经济增长率达到5%，但我对那些认为美国经济会遭遇双底衰退（Double-dip Recession）和那些走向另一个极端的认为美国正处于V型复苏期（V-shaped second half recovery）的人的观点都表示怀疑。当年美国的经济反复振荡，最终全年经济轻微上涨2.4%，而且就业没有恢复。

从那时起我开始相信，用“差强人意的经济”来形容近十年的经济周期比较合适。我们现在所处的状况是：经济会继续增长，但增长率不能与20世纪90年代稳定的经济增长率相提并论。在这段期间，我们时常会经历前面章节里所描述过的经济逆风。

在我写这一章时，最新的宏观数据显示，2003年第三个季度经济增长了8.2%，第四季度又增长了4%！这种经济环境不能再用“差强人意”来形容了，这简直就是炙热。同时，在本书出版的时候，经济增长也很有可能很稳定。除非2004年会发生什么特殊的情况，否则经济增长应该很喜人。

那为何我还称这段时间的经济状况很勉强呢？为什么肯定经济不会好转呢？首先，强调一下，我所说的是一个长期的时间区间，而非仅仅是2004年。其次，就像我下面会解释到的，在漫长的疲弱的经济周期里，总会（谢天谢地！）穿插一些强劲的增长势头。

我所说的“差强人意的经济”并不是指一种连续多年低于平均水平的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，而是指我们需要努力修正被上一个经济繁荣期所固化的经济规模。我认为在修正了这些不平衡之后，我们就可以为经济增长而努力了。而这一艰难的修正过程，很有可能会在这个十年接下来的时间里出现。

我认为在这一阶段的十年里，美国每年GDP的增长会稍微低于历史水平，在这段时期结束的时候可能会低于3%。这期间有表现好的时候，多头会适时地宣称20世纪90年代的经济高增长期回来啦；也有差劲的让我们想逃的时候，那时空头会叫嚣清算的时候到了。但空头和多头的说法都不对，至少在现阶段是不对的。

在这一章里我们先讨论经济依然会增长的原因，然后再看看我们所面对的问题。然后我与那些经典的预言家一样，会将我对未来的经济预测写下来。

似曾相识

我们先来看一下表13—1，表中所示的是1970—1982年美国GDP的增长情况。这段时间美国GDP平均年增长率是2.5%，GDP总体增长37.5%。

表13—1　　美国GDP增长率，1970—1982年

年份	GDP增长率（%）	年份	GDP增长率（%）
1970	0.2	1977	4.6
1971	3.3	1978	5.5
1972	5.4	1979	3.2
1973	5.8	1980	-0.2
1974	-0.6	1981	2.5
1975	-0.4	1982	-0.2
1976	5.6		

资料来源：美国商务部经济分析局（www.bea.doc.gov）。

这期间有GDP增长速度很高的年份。1976—1979年真实GDP分别增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.6%，4.6%，5.5%以及3.2%。这四年的年平均增长率将近5%。[①]

很少有人会觉得20世纪70年代是经济增长的黄金时段，这段时期的经济更适合被描述为差强人意的经济。

我们再看近期的经济数据。表13—2显示的是1983—2002年美国GDP的年增长率。这18年的年平均增长率是3.54%。而1996—2000年这五年每年平均增长率达到相当不错的4%，虽然比不上20世纪五六十年代超过4.3%的年真实GDP增长率，但也已经超过历史平均值。

表13—2　　美国GDP增长率，1983—2002年

年份	GDP增长率（%）	年份	GDP增长率（%）
1983	4.3	1993	2.7
1984	7.3	1994	4.0
1985	3.8	1995	2.7
1986	3.4	1996	3.6
1987	3.4	1997	4.4
1988	4.2	1998	4.3
1989	3.5	1999	4.1
1990	1.8	2000	3.8
1991	−0.5	2001	0.3
1992	3.0	2002	2.4

资料来源：美国商务部经济分析局（www.bea.doc.gov）。



我认为，长期牛市从2000年第三季度正式登场。2000年3月份的股灾只是纳斯达克相关股票的股灾。这场暴跌在真正意义上还不是熊市，而是泡沫被吹破。

3月份纳斯达克股市的暴跌，在几个月后才波及到其他的股市。拥有股票种类众多的纽交所在2000年的第三季度几乎又创出了新高，之后才开始走向它自己的熊市周期。而与纳斯达克股市无交集的标普500在这时都还没有走向下跌，股票的价值还在攀升。接下来经济增长才开始减缓，真实的长期

① 当然，如果计入通货膨胀的影响，这期间GDP的年增长率超过7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市周期也开始了。

美国经济在2000年第三季度的增长达到自1993年以来的新低，紧跟之后的整个2001年都处于衰退期。正是因为2000年第三季度的经济增长率只有2.19%，才有了2003年下半年经济的爆发式增长。

即使2004年和2005年的经济增长率像20世纪90年代末一样以4%的速度高速增长，2000—2005年的平均年增长率依然低于长期平均增长率的3%。如果美国经济在未来三年（2004—2006年）内的增长率达到4%，那么在之后的历史性轻度衰退中，美国经济在将近7年的时间里增长率会降低到2.5%左右。

在一个包含有几乎由通货紧缩所造成两次衰退的十年里，其平均经济增长率不会超过3%。而美国经济在这个十年接下来的时间里不发生衰退的可能性（接下来将会讲到）非常小。国会和美联储可以采用所有它们能够用到的刺激经济的办法，但他们无法阻挡商业的周期。

在着手解决这些问题之前，我们先看一下那些可以帮助我们抵消当前问题的好消息。如果不是这些积极的形式，我们将会见到的可不是差强人意的经济形势，而是像比尔·邦纳（Bill Bonner）的《金融市场的清算日》所描述的疲软的大萧条。

好消息

有很多因素让我们看好经济。我们来看看那些让我们对未来经济增长持积极看法的主要原因。

- 美国自由的企业体系。与应对问题积极的自由市场打赌，下场总会很惨。在过去几年里，经济呈现出人意料的发展情况不再少数。美国企业创新和创造的大环境依然是全球最佳的。

- 减税。布什政府减税不但缓和了经济衰退，还会刺激经济复苏。美国经济能安然度过股市泡沫等困境，全因消费者有钱在手，支撑经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 减税所产生的优势。2004年的失业率是5.8%，这个数字有可能继续下降。从历史的角度来看，经济衰退期的失业率远高于近期失业高峰的6.4%。 这也是美国经济很强大的证据所在。在全球化的过程中美国丢了很多工作，但作为回报我们获得了廉价的商品，这使得美国的消费者有更多可能支配的收入。这种增长的消费能力增加了潜在的商品销售水平，从而增加了美国的工作岗位。

• 通货膨胀？什么通货膨胀？看上去美联储将美国的经济系统从严重的通货膨胀中捞出来。我们可能需要预防通货紧缩，并可以预期在将来的一段时间里，商品的价格趋于稳定。

• 低利率。美联储暗示说他们将在“相当长的一段时间里”保持低利率，2004年可能会一直这样。即使美联储开始提高利率，利率也会在很长时间以后才会上升到高位。目前的低利率对商业发展很有利。

• 低按揭利率。大部分消费者可以通过再融资来降低他们的抵押付款。从这种方式里所释放出来的收入可以用于其他投资。这些低首付的付款方式是永久性的，其作用类似于减税。

• 生产力会持续增加。20世纪90年代的科技发明现在开始作用在个人身上。我们现在可以通过更少的劳动力来生产更多的产品，因此产品的成本会降低，利润会上升。



• 美元贬值。美元贬值使得美国的农产品和由美国公司制造的商品的价格在由国际贸易逐渐主导的世界市场里更加有竞争力。而且至少到目前为止，美元贬值并没有带来任何的通货膨胀或利率的压力。

接下来我们再看一下能够抵消上述积极作用力，减缓经济增长，从而带来十年“差强人意的经济”的趋势因素和消极作用力。重复一下，这十年并不是意味着期间的每个季度和每一年的经济增长速度都低于平均值。我认为这十年里的GDP平均年增长会小于3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可持续的贸易赤字

2003年11月，美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）在卡耐基-梅隆大学举办的全球经济和投资展望会议上发表演讲。以下是演讲的一部分：

众所周知，美国的经常账目赤字不能永远的维持目前的高位，赤字最终会下降到一个更比较容易管理的规模。然而，想要迅速的消除赤字既不受欢迎又不切实际。任何此类尝试都可能使美国国内的消费锐减，而这对美国就业的负面影响远比经常帐目赤字更深重。……（此类尝试）在目前不可行。如今，我们最好的方法是鼓励我们的贸易伙伴采取促进经济增长的政策，以期海外经济的高速增长能够增加他们对美国出口产品的需求。

贸易赤字现在是每年5 000亿美元，这个数字还在增长。但这种趋势难以为继。这个数字什么时候会下降？美联储之前的研究认为，当贸易赤字到达1 000亿美元的时候，增长趋势就应该停止。分析显示，5 000亿的贸易赤字还要持续一段时间。而持续的时间越长，就越难进行调控。只要外国人继续向我们推销商品和服务，接受我们的电子美元货币，赤字就会继续。2003年上半年，日本和中国通过买入美国国库券为美国的贸易赤字做出了45%的贡献（大约1 200亿美元），这也打压了美元的汇率。

伯南克清楚地告诉我们这是各国中央银行的一致看法。缓慢而稳定地朝“可以管理的规模”（不管这个规模到底是多大）迈进，这样才不会打击到世界经济增长的主要引擎——美国的消费者。如果外国想打击美国的经济体系，他们分分钟内就能实现。就像我们后面可以看到的那样，他们只需要抛出美国债券，迫使汇率上升，就能挫败美国的经济。但外国并没有这样做，而是很乐意持有那些他们很清楚在未来会贬值的一堆纸（但也并非毫无意义，我需要加一句），这很显然是上述一致看法真实存在的证据。

类似于伯南克提到的剧烈调整，会导致严重的经济衰退。但缓慢的调整，虽然众望所归，但依然会拖累美国的经济增长。这也会拖累全球的经济。摩根士丹利的史蒂芬·罗奇表示，在1995—2001年间，美国为全球GDP（以市场汇率来计算）累计增长贡献了96%的力量。这是由不断增加，如今总量已经十分巨大的贸易赤字造就的，而这，像伯南克指出的一样，是不可持续的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们想让贸易赤字趋于平衡，那么美国必须少买一点进口商品，或增加出口，或两者同时进行。但，就像瘾君子离不开毒品一样，世界经济的增长离不开美国的消费者。

如果美国开始低估美元、减少贸易赤字，全球经济的增长引擎将是什么呢？如果美国减少其他国家的商品进口，这意味着这些国家的经济增长速度会不如从前，有些国家的经济甚至不会增长。从世界上的其他国家那里培养出新的商品需求，创造出稳定的经济增长很困难。

有人开始宣扬一种“新规范”——贸易赤字无关紧要。这次，他们说，情况很不一样。我们常常会读到这种宣称日本在20世纪80年代的经济状况不走常规或者纳斯达克股市真的没有泡沫之类的文章。我们一定要对这种“情况很不一样”的文章保持警惕。因为事实总是与之相反。

世界变得更加相互依存。其他国家经济的低增长率对美国经济的影响力变得前所未有的大。调整中的全球经济增长的减缓会拖累美国的经济。

美国政府的赤字

先把事情说清楚。如果布什政府没有减税，那么前一个经济衰退期持续的时间会更长，对经济的影响也更深，失业人口也会更多。不过减税政策实施了，同时军费开支增加，反恐战争和像醉酒水手似的国会支出，让联邦政府的财政赤字涨到5 000亿美元。



诺贝尔经济学奖得主，同时也是世界上最有思想的经济学家米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）认为，政府开支如此疯狂增长“是阻碍当今美国经济快速增长的最大的破坏因素”。

另一位诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·布坎南（James Buchanan）担心，政府部门开支的增长速度远远高出私营部门，这是在“谋杀能下金蛋的自由企业这只鹅”。

如果不加节制，政府部门的负债会挤兑私营部门的负债，最终将增加企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业融资的成本。由共和党控制的华盛顿政府在减税方面成效显著，但他们很少服从伴随着减税而需要被执行的财政纪律。现在美国处在危机时刻吗？还没有，因为财政预算赤字相对于美国GDP的比例创了历史新低。但是政府为了支撑赤字，用加息的方法从民间吸收了3 000亿～4 000亿美元的资金，而此时，经济恰恰需要低利率来复苏。

人口结构的难题

婴儿潮一代人在他们接近退休，且发现自己的401（k）退休金不会达到他们曾经的预期时，他们将开始减少开支，增加储蓄。虽然熊市可能会出现短暂反弹，但10%的年复合利率在股市很难出现，原因我们在其它的很多章节都列出了。

不管未来六个月或一年会发生什么，股市的长期历史趋势很清晰。那些在生育高峰期出生，依赖于财富膨胀支撑退休生活的人的前景暗淡。很快（未来几年里），你会看到婴儿潮一代人的储蓄水平增加，高额的负债减少。而这将会逐渐降低消费者开支的增长，消费开支增长的放缓对美国和全球经济的影响不言而喻。强调一下，经济并没有到岌岌可危的时刻，只是现在经济增长速度渐渐降低，进入“差强人意的经济”状态。

国际劳动力套利

摩根士丹利的史蒂芬·罗奇说，国际的劳动力套利（International Labor Arbitrage）在这个十年里的大部分时间将会降低美国的就业岗位的增长。简单来说，因为美国的需求和商业，就业岗位会得到很大的扩增。但岗位的扩增主要集中在美国和印度。除非美国的就业增长能够持续的维持在正常趋势之上，否则我认为美国的经济增长仍然会缓慢。就业岗位的增长移植到国际就业市场，拖累了美国本土就业的增长速度。这虽然不是工作岗位增长的末日，但上面的因素显然会让增长减缓。低的就业率增长意味着低的经济增长。而国外的竞争者在争夺服务行业时，会降低美国服务行业的收费水平，这又进一步降低经济的增长速度。

我注意到2003年第三季度，美国的生产力的上升超过8%，创造了这些年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的空前纪录。这对企业利润和整体的经济都起到积极作用。然而，这也意味着我们可以通过较少的平均成本来生产更多的商品和服务，因此，这不会对新劳动力产生需求。

美国政策分析中心(National Center for Policy Analysis)的布鲁斯·巴特雷特（Bruce Bartlett）在一篇文章里阐述了上面的观点。

首先，不好的数字是："美国劳工统计局(Bureau of Labor Statistics)公布的数据显示，截至2003年7月，受雇于制造业的美国人从一年前的1 530万下降到有1 460万，而这个数字在2 000年及2001年分别是1 730万与1 640万——制造业的雇员在三年里下降16%。制造业的从业人员数量的最近一个高峰出现在1998年的3月份，有1 760万人——和15年前的1983年的数字一样。"

媒体报道的都是制造业如何从美国转向中国、墨西哥（想一下北美自由贸易协定NAFTA）以及所有的第三世界国家。

这种情况和20世纪70年代的情况一样，只不过国家被替换了。我们知道在上次这种困难的经济情形之后，美国迎来了失业高峰，进入了高失业率的时期。最终我们看到，日本用强大的经济力量来排挤美国。



"我们也需要注意到世界上的其它主要国家的制造业从业人口在减少的重要性"，巴特雷特对我们说，"从1992年到2002年，美国的制造业从业人员减少3.7%。英国减少4.7%，日本减少5.2%，而德国减少6.1%。"

"我们怎么能一直买入商品，但只卖出服务呢"，我的好朋友，《每日清算》的主编比尔·邦纳（Bill Bonner），在去年夏天的夜晚，我们舒适地坐在他家的法国田园式城堡时说，"我们可以成为一个只提供服务而维持生活的国家吗？我们如何在将工作和美元作为大宗出口的情况下生存下来？"

布鲁斯合理地解释了比尔的问题：

美国的工业生产相对来说仍然很强劲。美联储的工业生产指数（Federal Reserve Board's Industrial Production Index）显示，目前的指数比1998年制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业从业人员高峰期的时候增长了5%；只比2000年7月份的指数最高点低5%，尽管这期间经济经历了很严重的衰退。

再来看一下GDP，真实的商品产出相对于真实GDP（经通货膨胀校准后）的比例，接近于最高水平。在2003年第一季度——能够找到的最新资料——真实商品产出占真实GDP的39.2%。而最高的记录是在2000年，全年的比值为40%。相反，在20世纪40—60年代"美好的往日"里，美国的真实商品产出所对应的真实GDP的比例，远少于现在。40年代最好的记录发生在1943年，占35.5%；50年代最好的记录发生在1953年，占34.9%；60年代最好的记录发生在1966年，占33.6%。

总的来说，制造业的产出很健康。很明显还没有什么证据表明美国正在变成一个只卖汉堡包的国家。我们现在制造的东西，比历史上能够找到记录任何年份多得多。雇佣人数的下降，实际上是好事情，因为这意味着制造业的生产力非常高。这很好，这也意味着雇主可以向制造工人支付高额的薪水，还能够与那些向劳工支付底薪的墨西哥和中国竞争。

记住，雇主真正关心的不是绝对的薪水，而是单位劳动成本——制造出一个商品所需要的成本。如果美国工人的生产力是墨西哥工人的五倍，即使墨西哥工人的收入是美国工人的五分之一，从雇主的角度来看，这两种情况所带来的结果是一致的。

但这奇迹般的生产力也意味着美国有300万个制造业的工作岗位被蒸发并且永远不会再出现了。坦白说，在最近的一个经济周期之中，美国失业率最高是6.4%，这也是美国经济走向复苏的证据。

实质的工作岗位的增长，才能支撑长期高出平均值的经济增长，而这恰恰是我们现在（2004年年初）没有看到的。大部分经济学家认为，由于人口的增长，美国每个月需要新增15万个岗位才能真正地降低失业率。

2003年第三季度的就业率数据显示了经济中存在的问题。在这个自1983年以来经济增长最快的季度里，非农就业人口（nonfarm payroll employment）只增加了26.5万个工作。而失业的人口是880万，即6.05%，基本上没有变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，美国商务部劳工统计局（Bureau of Labor Statistics of the Commerce Department）的数据显示："2003年10月，有160万处于边缘状态的劳动力，比去年多出17万人。这些劳动力希望并且有能力去工作，在过去12个月里曾找过工作。但他们并没有被纳入失业人口中，因为他们在被调查之前的4个星期里没有去找工作。这其中的46.2万人是失望透顶的工作者或那些认为社会上根本没有适合工作可供选择而不找工作的人。这种人在过去12个月中上升了10.3万。"

如果GDP需要额外增长1%，才能创造出足够的岗位吸收净新增就业人口（青年与移民人口减去退休人口），而生产力也在高速增长——高于3%——那么经济以3%的速度增长并不能显著降低失业率。

如果失业率不能显著下降，消费者的消费能力会受影响，经济也因此受到拖累。随着时间的推进，新产生的行业和技术被认为会提供新的工作岗位，但在最近的两三年，这种能够创造出很多工作的行业基本上不可能出现。

如果2004年的经济增长能够创造出足够的新工作岗位，那么失业率将会下降，但此次经济复苏相对于以往来说，创造新工作岗位会更难——此次的经济复苏更多的来自于政策刺激而非商业需要（后面会有分析）。在不断提高的生产力和国际劳动力套利的共同作用下，这十年里的新增工作岗位会下降，然后拖累经济的发展。再强调一下，这并不是说我们濒临崩溃或长期面临高失业率，只是美国的经济会在"差强人意"之后才能恢复强势增长。

类固醇式的经济

从宏观经济的层面来看，这是个简单的问题，要做的就是让经济火热起来。我们只需刺激经济体，使需求跟上来，从而提供新的就业岗位。

——达拉斯联储主席罗伯特·麦克蒂尔(Robert McTeer)

我们先来做一个类比。1970年年初，一个满头金发的年轻神奇人物成为了美国先生，之后他向世界先生迈进。这位名叫戴夫·德雷珀（Dave Draper）的美国先生锻炼身材的方式很艰苦：举重。2004年他62岁，仍然是那个你非常乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见到的肌肉发达而强壮的健美运动者。他就是通过举重这种传统的方式来进行锻炼的。没有类固醇、毒品或兴奋剂，有的只是好的营养和努力锻炼。

我每年都要注射一些类固醇来控制秋天的过敏。对我来说，类固醇是用来救命的。我需要这些额外的东西以保证我在9月和10月能够健康。

也有些运动员通过每天服用大量类固醇来让他们更壮实，更快速和更有力量。每天进食类固醇能够创造奇迹。它能够让一些运动员变成巨星。我还记得荷西·坎塞柯（Jose Canseco）在《德州骑警》中的表现。他就是因为身材的优势被选入名人堂。在他退休后，他承认自己曾经服用类固醇。类固醇让他成为了一个更好的运动员吗？当然，但这只是类固醇其中的一个作用。

我们都知道类固醇对人体的长期影响。有很多文献进行了描述。例如头发会脱落，性生活失调，关节会脱落。还会出现出现肝脏损坏，高血压，痤疮，行为变得不理性，易怒，等等其他各种副作用。

如果你停止服用类固醇，肌肉会马上消失，非常快。即使举再多的哑铃也不能够练回服用类固醇时的肌肉。这是一个恶性循环。你怀疑过多少运动员，“他是天赋异禀还是靠吃类固醇才如此优秀的？”

我在查看经济时，也会有这样的困惑。此时的经济现状是可持续的还是因为政策刺激才产生的？

布什政府的减税政策和低的房屋贷款政策就是一种良性的类固醇或刺激物。长期来看，他们提供了可持续的利益。即使是2003年第三季度的儿童信用优惠这种一次性的退税措施，就像是我每年都注射一次胆固醇一样，是用来拯救经济的。这能够刺激疲软的经济。有些经济学家指出，第三季度的GDP强势增长有50%都是来自于这项单一政策。

但超额负债则更像一种让人变得衰弱的类固醇。它所带来的好处有限。

1980年，银行利率高达15%～18%，家庭所要支付的债务占可支配收入的11%。在目前利率处在40年来的低位时，债务还款的比例逼近历史高位达到13.3%，比2003年稍微低一点。而财务负债总额已经超过可支配收入的18%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这项数字也接近历史高位。依靠巨额的信贷来带动的增长已经触及天花板。

下面的事实强调了这一点（请见图13—1）：2003年第三季度消费者的负债比1993时，上涨了140%。但这个时期的名义GDP只增长70%。负债的增长无法永远高过GDP的增长。正如家庭预算一样，你能够借到的钱，只能在债务服务和应付利率不妨害你的未来借债能力之下。

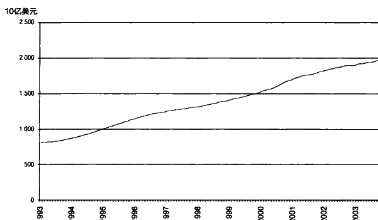


图13—1 消费信贷，1993—2003年

资料来源：美国商务部经济分析局（www.bea.doc.gov）。

目前的经济增长从何而来？很大一部分是从信贷而来。消费信贷在2003年10月份的增长份额，比预期的要高出近百亿。预期的金额是59亿，但真实增长是151亿。有人会认为债务对第三季度的GDP增长无关紧要吗？[2]



第三季度的经济增长，很显然也受益于第二季度开始蓬勃发展起来的不动产抵押热潮。这种再融资的行为还没有结束，也不会很快结束，但不断上涨的利率会慢慢消弱这个行为对经济的刺激作用。

因此，在2003年第三季度，消费者的消费支出增长6.6%，而同期收入几乎持平。我发现2003年9—10月间，平均时薪仅增长1美分到15.46美元。这仅相当于0.4%的年增长率，远低于通货膨胀的增长率。2003年收益仅增长

② 当然，我想你可能会说，信贷的增长意味着消费者对未来更有信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.4%，仅高出通货膨胀一点点。如果19年来（从1984年开始，以GDP的增长来衡量）经济增长速度最快的两个月里时薪只增长1美分，那我们还能指望未来的个人收入增长多少呢？如果收入不能够稳定增长，消费信贷就不能够持续而稳定地增长。一个家庭所能够借到的和能够获得的服务有限。

不可持续的趋势

稍等，我们难道不可以用房子增值的部分来抵押借贷吗？（请注意这里我说的不是房价。）自2000年起，抵押贷款增长了26 500亿美元（加上零头），总额将近9万亿美元，整体增长了42%。名义GDP（我们要考虑通货膨胀才能做出精确的估值）同期只增长了14.4%。

我们可以称这为"不可持续的趋势"吗？有人认为在2004—2007年年中的这3年半的时间里，抵押借贷会再增长26 500亿美元，也就是相对于名义GDP同期15%左右的增长高出30%左右吗？在接下来的几年里，抵押再融资和房屋贷款在刺激美国经济增长方面会做出多大贡献呢？

长期来看，利率将会上升。这不是会不会发生的问题，而是什么时候发生的问题。而消费者的还款金额（利息支出）将会随着利率的上升而上升。美国绝大部分的（当然不是所有的）经济增长源于信贷消费。尽管我不认为消费者的债务水平已经到达一个很危险的状态，但债务水平确实已经紧邻天花板。

美国消费者新增借贷能力有限。债务和利息开支增长速度不会永远高于收入的增长速度，因为这种行为已经持续了几十年了。利率提高意味着债务成本的增加，而增加多少则不是固定的。借贷的成本增加会导致降低借贷行为，进而抑制消费增长，经济增长速度从而减缓。

预测美国消费的停滞，成为空头经济学家衡量经济的一个标准线，但这种看法是错误的。《财富》杂志在1956年就写过消费信贷危机。消费是我们DNA中深藏的天性之一，在可以的情况下，我们依赖美国的消费者进行消费。除非未来会出现高利率和经济衰退，我们预期信贷消费在一定的范围内与包含通货膨胀的GDP同步增长是合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我认为，债务的额外增长有限度，因此债务所导致的经济增长也很有限。债务的增长速度不可能永远高出经济增长速度的两倍。由于一段低于增长率平均趋势的经济周期将要来临，信贷以及房屋抵押贷款率的增长速度，一定会降下来。

如此非同寻常的信贷增速是有限度的，我们如今已经接近上限。再说一次，请别将这当做世界末日快要来临。信贷和房屋抵押贷款率的增长速度会回归到GDP、收入以及通货膨胀的增长速度。但信贷和房屋抵押贷款率的增长速度在标准之内并不意味着经济会飞速增长，高出趋势。

夹在多头和空头之间

我们在接下来的几章会探讨，投资者喜欢做一些被称为“锚定”的投资。他们选取市场最近的趋势，尤其是那些吻合他们个人见解的趋势，并将这个趋势投射到未来。随着市场趋势的改变，这种预测最后几乎都会失败。趋势就是趋势，直到趋势被破坏为止。

牛眼投资者们应该将重点放在大趋势上而非近期的趋势。在德克萨斯州的东部漫步，你会不时在松树林中找到很多成长迅速的橡树。但断言松树的海洋里存在一个橡树林则具有误导性。我们应该去找一个树林而非是一些特定的树木。



我相信我之前所说的，一个增长速度减缓的经济环境将要到来。这也就是说，在这段时间里企业的收益增长会低于预期。请注意我说的是“增长”，这种说法既不悲观也不乐观。这能让我们更尊重现实而不是盲目乐观。这也是说，如果你是按市场以及经济的真实走势而不是按它们过去的走势或你希望它们走到哪里而投资，那么你会看到很多机会。

现在我们来了解未来几年经济战的中心所在，再看看它将如何影响我们未来的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章
格林斯潘和OK农场的保卫战



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



明白通货膨胀和通货紧缩之间的争论，是了解未来经济的走向的关键。想要理解这场争论，你就必须要弄懂美联储的政策。想要弄懂美联储的政策，你必须要明白格林斯潘对这场争论的看法。

幸好，还有一些有启发性的演讲，为我们呈现了美联储（以及格林斯潘）的大量政策，帮助我们对近期经济做出合理的预测。

我们先从目前美联储的政策说起。2004年，通货膨胀虽然还没有跌到变成通货紧缩，但也差不多快接近了。经济衰退通常会导致通货紧缩，在目前这种低通货膨胀率的情况下再出现经济衰退，很有可能出现通货紧缩，让大家回忆起日本当年的情况。美联储在会议中重复强调的“不受欢迎的通货膨胀率的下跌”，对经济来说是一个潜在危险因素。

低利率很显然能够刺激经济的复苏。如果没有美联储的积极措施，2001年美国的经济衰退会演变得更严重。而40年以来前所未见的低利率让很多人能够承担起首次购房的费用，也让更多人能够换一个大房子或新房子，这些使得房地产市场蓬勃发展起来。更进一步的是，房地产再抵押允许消费者降低房贷的还款，从中剩出来的钱可以为用作其他消费。

如果利率（尤其是房贷利率）在一个主要由利率刺激引导的脆弱的复苏经济体中显著上升，那么复苏经济体在成长到可以产生坚实的商业消费之前，很有可能会流产。因此美联储的政策首先要确保低利率。

那接下来会发生什么呢？在利率需要上升（或者市场自主选择利率上涨）或在商业消费（经济的第三个支柱）还不足以接替逐渐减缓的房屋与消费者部分的时候，会怎样呢？美联储会采取什么行动，这些行动会产生怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的效果?

这些问题都很重要。为了找到答案，我们来看一下格林斯潘和伯南克的两次重要的演讲。伯南克告诉大家，美联储很清楚通货紧缩的问题，也有应对紧缩的工具，而美联储正在努力地防范紧缩于未然，确保永远都不动用那些工具。然后格林斯潘说，这些工具都没那么精确，但由于通货紧缩非常具有破坏性，我们宁愿通货膨胀，也不愿看到通货紧缩。

如果你对我花了这么多时间讨论通货紧缩很不解——在现在来看，通货紧缩很难发生——放心吧，美联储的政策制定者正在全神贯注地抵挡通货紧缩。为了了解美国央行的想法，你需要了解这件事。这很重要。

著名的美联储印钞机演说

2002年11月，伯南克发表了著名的“美联储印钞机演说”。伯南克在2002年当上美联储理事前，是普林斯顿大学经济学院的院长。他是美国国家经济研究所主持货币经济学计划的负责人，也是《美国经济评论》的主编。他是很多宏观经济学教科书的共同作者，现在正成为最有影响力的理事之一。

这是伯南克当上美联储理事后第一个重要的演讲。演讲的地点是华盛顿的美国经济学人俱乐部，这可不是个小地方。丹尼斯·加特曼赞誉这篇演讲是“在我们眼里，这是美联储与货币政策方面自十五年前广场协议发表以来，最重要的一场演讲”。

我们将会用一些段落来突出其重点，需要记住的是，这不是一个随意的演讲。尽管伯南克宣称这篇演讲的观点都是个人的，我认为这篇演讲表明了美联储大多数人的立场，也清晰地给出了美联储对通货紧缩的看法，后面会给出我的理由。演讲的标题很直抒胸臆：“通货紧缩：我们要确保美国不会发生。”

首先也是最重要的一点，正如加特曼所写，“伯南克博士清晰地表明，美联储的官员们痛苦地意识到一个很严重的问题，美国经济和社会显然会面临普遍的通货紧缩，而他们不会允许这种情况发生。他们会利用一切办法来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓和通货紧缩，包括抬高通货膨胀这种有可能自伤的损招。”

在某种层面上来讲，这个演讲，与美联储发表过的一本白皮书相比，没什么新意。这本白皮书探讨了日本通货紧缩的原因，以及美联储和其他央行为避免通货紧缩所做的努力。这本书清楚表明，美联储知道经济的问题所在，并告诉大家他们不会任由美国经济滑入通货紧缩。这是我认为这篇演讲代表了美联储的看法而非仅仅是伯南克的一家之说的原因之一。

观点鲜明的演讲

白皮书和伯南克的演讲之间的差别比共性要高出两倍。白皮书是以学术实践的框架来发表的，也未经美联储理事的官方认可。这本书可以看成一个理论性的探讨。

第二，在那篇演讲中，伯南克用完美的英语阐述得很清晰，即便是经济学外行的人都能听明白。为此，伯南克可能会让自己失去接替格林斯潘的机会，因为美联储主席的工作要求中有一项就是有能力发表长篇大论的演讲，并且演讲的内容甚少能够被人领会。

首先，我们来看演讲中比较有争议的部分。美联储倾向于用什么方法来避免通货紧缩呢？在这个方面，众说纷纭。我在这里摘抄了一些：



我曾经提到，有些观察家总结说，当中央银行的政策利率降到零——利率能够降低的最低限度——货币政策就失去了进一步刺激整体需求和经济的能力。在广义层面上以及从我个人的经验来看，这个总结是错误的。是的，在法定的货币体系之下，政府（实际上，是央行以及其协同机构）可以永远地创造出不断增长的名义开支和通货膨胀，即使短期的名义利率是零。

从基础经济学角度来看，在法定货币体系中，通货膨胀永远能够反转。一段简单的寓言就可以证明：今天一盎司的黄金差不多是300美元。现在假设一个当代的炼金术师找到一种方法解决了炼金的古老问题，他可以几乎不花任何成本来生产出无限量的黄金。此外，他的发明被广泛宣传并被科学所证实，然后他宣布，他将在不日内开始大量生产黄金。黄金的价格会发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么变化？可以推测，这种潜在的无限的廉价黄金的供应，会让金价直线下跌。是的，如果黄金市场的交易有效率，那么当这项发明被宣布出来之时，而非炼金术师开始生产黄金之后，就会崩盘。

这与货币政策有什么关联呢？美元，就像黄金一样，价值在于其有限的供应。但美国政府有一项技术，叫作印钞机（或者，相当于今天的电子替代物），印钞机让美国政府可以在几乎没有成本的情况下想要生产多少美元就生产多少美元。通过在经济体系中投入美元，或者用威慑力来让市场就范，美国政府也可以减少美元相对于商品和服务的价值，也就是说商品和服务的价格上升。我们的总结如下：在纸质货币体系之下，一个强势的政府总会提高市场的开支，提高正的通货膨胀率……然而，如果我们真的滑入通货紧缩，让人欣慰的是，上述的印钞机的例子的逻辑可以发挥作用，而且向经济注入的货币最终总会让通货紧缩恢复。

伯南克接着指出，美联储还可以向银行提供无息贷款，将外国资产货币化，买入政府债券，买入私人企业的资产，或做任何可以诱导通货膨胀的事情。

这些文字，如果断章取义地看，可以被认为是一个能够证明一些央行极端惧怕通货膨胀，也为买入黄金提供另一个理由。这篇演讲中的一些观点会让你想在个人组合里加一点黄金，但类似的说法并没有出现在演讲中。

我们来看看伯南克到底说了些什么。首先，他告诉大家，出现通货紧缩的概率很低。但是，由于通货紧缩确实在日本发生，并且看上去是导致日本目前经济困境的原因，我们不能完全肯定这不会在美国发生。因此，我们需要知道什么政策可以用来解决这个问题。

然后他说，重要的是防范通货紧缩于未然。他说央行应该将通货膨胀控制在一定的范围中，不能让通货膨胀降到零，他认为这个范围是高于1%的通货膨胀率。通常，央行将通货膨胀控制在1%～3%的水平，不过这是说，在正常情况下，通货膨胀率有可能会比上述的范围要高，但在经济糟糕的情况下，通货膨胀率不能低于零。

央行通常是通过提高或降低利率来控制通货膨胀。但如果联邦基金的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率跌到零怎么办呢？别担心，还有一些杠杆政策可以使用。下面摘自伯南克的演讲：

如果美联储的目标利率，联邦基金的隔夜折息率降到零了，美联储该怎么办？一个相关的对目前方法直接延伸的方法是，通过国库券的构架——也就是调降到期政府债券的利率——以刺激消费……

我个人喜欢的一个更直接的方法是：美联储宣布长期国库券（比如说两年内到期的债券）明确的利率上限。美联储可以通过与债券目标收益一致的价格，委托收购无限量两年内到期的债券来强迫设定国库券的利率上限。如果这个计划能够成功，不仅仅中期国库券的利率会下降，长期公共和私人债券（比如说房地产按揭）的利率也会下降（这是因为未来利率预期的关联作用）。

公共和私人债券在债券到期前的期间内下调利率，通常可以提高经济的整体需求，从而将经济体从通货紧缩中拯救出来。当然，如果通过控制相对来说短期的国库券没有效果，美联储还可以尝试着下调还有一段时间才会到期的国库券的利率，比如说3～6年才到期的国库券。

接下来伯南克列出了在经济滑入通货紧缩的情况下美联储可以采取的行动，并给出了一些的范例。在我看来，他在字里行间罗列了一个在通货紧缩来临后，美联储可能会用到的政策的清单。他没有说哪些政策会被用到，我也不相信他真的认为经济会走入需要利用这些政策的情形。他只是在说，如果美联储愿意，它还是能够与通货紧缩背水一战。



以上是背景资料，现在我们可以开始看看这篇演讲里我所认为的要点。请看以下句子，重点关注我做了标记的部分：

“……央行，不管是独立的还是与政府的其他部门协同的，**拥有增加经济整体需求和经济活动的强大力量**，就算其习惯性的政策利率降到零了也不例外。”

“因而防止通货紧缩的基本方法很直接，至少原则上是这样的：**通过恰**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当的货币和财政政策来支持经济的整体需求……”

再有：“……一些观察家总结说，当央行的政策利率跌到零的时候——利率能够降低的最低限度——**货币政策就失去了进一步刺激整体需求和经济的能力。”**

“如果短期利率跌到零的水平，美联储必须通过资产的收购规模，也可以通过通过资产收购的类别，**来刺激经济的整体需求。”**

现在来看伯南克的结论：

持续的通货紧缩对当代的经济体系来说具有很高的毁坏性，因此需要大力抵御通货紧缩。幸运的是，在可见的将来，美国出现严重的通货紧缩的机会很小，当然，这主要归功于美国的经济的内在实力，**不过美联储和美国的其他政策制定者抵抗通货紧缩压力的决心也起到很大作用。**

尤其是，就像今天我说的，就算通货紧缩正在酝酿中，我们也有各种应对的政策。因为其中的一些可运用的政策工具相对来说了解的人少，在执行这些政策的时候可能会引发一些例如如何执行和如何调试其对经济的影响等技术性问题。因此，正如我所强调的那样，我们更倾向于防范通货紧缩于未然。尽管如此，我希望我已经让各位相信，就算联邦基金的利率降到零，美联储以及其他的经济政策制定者们还是有很多方法应对通货紧缩。

刺激消费需求

我们先暂停关于美联储的政策是否真得总是能够刺激需求的争论。上面的引述已经证明伯南克和美联储相信他们可以刺激需求。这些信念会让他们付诸行动。如果面对逐渐减弱的需求和通货紧缩，美联储会基于其信念，用可预期的方法来应对。他们会尽力刺激需求。

前美联储副主席维尼·安吉尔（Wayne Angell）是格林斯潘的密友。2002年11月，安吉尔在美国公共养老基金论坛上发表了一篇演讲。他的演讲内容总结来说是：“美联储知道通货紧缩的不利影响。美联储会竭尽所能来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免通货紧缩。”

伯南克是凯恩斯主义者，安吉尔算是货币主义者。尽管他们的观点不同，但本质上他们都相信，美联储有能力刺激需求，防止通货紧缩。这种信念是文章《中央银行的失败之处》中的部分观点。这也是你应该从伯南克的演讲中接收的观点。在看完格林斯潘的一篇文章后，我们再探讨这个观点所隐藏的含义。

格林斯潘不确定性原理

不管怎样，格林斯潘都是世界上最重要的人物之一。下面是格林斯潘一场非常重要的演讲（可以看成是他最重要的一场演讲），这篇演讲不同于他以往的晦涩难懂的（用德克萨斯州的说法就是：莫名其妙）风格。

这篇演讲给计量经济学以及其保证的能够精确计算经济的承诺判了死刑。格林斯潘表示美联储的模型并没有足够强大到可以精确的预测任何事情，不管有多少经济学家宣传他们可以预测。他开启了不确定性的新世界，对他的坦诚，我由衷地赞赏。

我常作为格林斯潘的批评者存在，尤其是他的晦涩的作风。但在这篇演讲里，我要为他的坦诚和清晰而叫好。尽管在某些观点上我们的意见不同，但总的来说，这篇研究道出了一个包括我在内的大部分观察家所相信的，令人耳目一新的事实：易犯错的人类用他们最好的判断来运行美联储。



（接下来的内容，都是从格林斯潘的演讲中直接摘录出来的。加粗的重点是我画出来的。）

货币政策的不确定性

对于那些希望幕后有人可以随心所欲的通过杠杆来使经济前行的人来说，这篇演讲让人很不安。演讲的标题是“货币政策的不确定性”，演讲的开头说道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不确定性不仅仅是货币政策中的一项重要特征；它是整个货币政策里的基本特征。

然后他告诉我们货币政策有多么的不确定：

尽管我们想尽办法来获取以及量化宏观经济相关的重要数据，我们对很多重要的关联的理解远非全面，**而且很有可能我们永远都会如此。每一个模型，不管多么的详尽，也不管它的设计基于多么好的概念或标准，都是我们所经历的日常经济的本质的极度简化版。**这所带来的结果是，就算电脑计算能力得到极大的提高，经济学相关性的理解也有长足的发展，**我们的知识基础依然跟不上日益复杂的全球经济。**

格林斯潘重点指出，经济模型只能为政策提供一些参考意见，不能给出任何真实的肯定性。他对未来能够开发出精确模型不抱任何希望。经济模型远非完美，而且“看上去永远也不会完美”。

基于这种不稳定的状态，我们的结构性模型的明显不足之处是，为了方便参数估值，模型不但将经济随着时间的反应固定，而且将这些反应设定为线性的。线性的假设在普通的因果关系中可能是可取的，但很少有人会认同经济体在每一个偏离轨道的事件中的反应都是线性的。

当他说起“我们的结构性模型”时，我认为他实际上指的是所有的模型。而对于“线性”，他指的是直线型的假设或关系。这就好比，人们看到A趋势和D趋势的移动趋势看上去很一致，那么人们就下结论说它们之间有相关性。但模型中没有显示出的B趋势和C趋势，才是与A趋势和B趋势真实相关的趋势。当然他不是在说，美联储知道B和C趋势，而世界上的其他人都不知道。

“大家请看，”他说，“别再去看3种不同的趋势，再没完没了地测试它们，然后得出我们的决策是聪明或愚蠢的结论。对你的趋势有影响的因素如此复杂，以至于任何重要的事件都可以改变你的趋势与期望的政策之间的关系。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他进一步指出，传统的计算货币存量的方法变得越来越没有意义。迷信与M2或M3是很好的新闻题材，但在一个货币形式每天都在创新（交易、衍生品、抵押贷款、债券等等）的世界里，计算这些广义的总体货币有什么意义呢？这暗示着货币供应（类似于M2这些随意过时的方法来衡量的货币供应）与通货膨胀之间用旧的线性关系来表示可能不再准确了。

近期的历史数据强化了以下观点：在经济结构之下的各种关系，随着时间的推移变得原来越不可预测。从货币存量的标准计算方法的角色改变来看，这一点尤其明显……过去20年里，科技的介入带来了大量的金融产品，这改变了经济活动和我们所定义的货币之间的经验主义的联系，如此一来，货币政策在计算货币存量上的作用被限制住了。

过去的经济关系不是永远线性的，它们一直在改变。这就是“过去的表现并不意味着未来也会如此”的古老原则。有些事情虽然在过去行得通，但这并不是说在未来也会这样，因为世界一直在迅速变化着。对此我们举个简单的例子，2001年1月，美联储开始降息，所有的分析师都因为“模型”显示，只要美联储开始降息，股价就会上升而让他们的投资人买入股票。现在我们已经了解到，这种线性的关系不总是正确的。

真实世界中的央行



那么这些巨大的不可消除的不确定性对货币政策的引导，有什么作用呢？一个耳熟能详的看法是：在一个严格的假设体系之下，不确定性对政策制定者可能会采取的措施产生不了什么影响。他们像精确地懂得经济结构一样推行应该使用的政策。这些假设——将经济结构线性化，对利率敏感的整体消费的完美理解以及其他所谓的倾斜系数，以及政策制定者对风险的特殊态度——在现实世界中从未发生过。

换个说法：他说，“明知道这些假设在真实世界中没有作用，我们怎么能以此来制定货币政策呢？显然我们不能这样做。因此，我们需要为政策执行找到其他的基础，而不仅仅完全依赖于一些模型。这个问题很复杂。”

基于这些考虑，美联储倾向于使用能够抑制发生通货紧缩风险的政策，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管绝大部分的传统模型都预测通货紧缩出现的概率很小。

关于通货紧缩的可能性，我已经写了6年了。1999年，我写文章表示对通货紧缩的担忧，格林斯潘也在差不多的时候表达了这种看法，尽管当时格林斯潘没有说出来，但那时美联储的行为说明了他们对通货紧缩的关心。尽管经验主义的分析显示通货紧缩将要来临，至少我认为是这样的，但那时很少有经济学家的模型在预示着通货紧缩的可能性。而在这篇演讲中，格林斯潘很清楚地告诉我们，美联储对通货紧缩很担心，尽管经济学模型没有显示通货紧缩可能会出现。

在接下来的几段里，他给出了这项政策的基本原理，这是整篇演讲最重要的部分：

在对一项政策进行风险管理的时候，只有很少一部分的风险能够确信被量化，我们必须要面对这个事实。而且这些可被量化的风险，还是基于我们假设过去的数据在未来会被复制。其他的风险因素，从本质上就无法量化……因为我们甚至都不知道到底有多少种可能，更别提每种可能的可能性。因此，在我们评估不同事情所带来的风险以及我们的行为会对这些风险带来怎样的影响时，风险控制常常对政策制定者的判断，产生巨大影响。

我们政策制定者的判断，主要是根据广义的、在数学体系下不够精确、但却关系到世界如何运转的假设，而不是根据正式的模型所展示的某些特殊关联性因素。比如说，想要了解市场参与者对某一个货币政策的反应，我们可能需要通过参考过去某一段与目前情况相似的时间段里的表现。

计量学模型，不管制作得多精心、考虑的多周到，都不足以用来制定政策。欢迎来到行为经济学的世界里。

在分析一个投资组合的风险时，分析师会用到一种叫做蒙特卡罗模拟的工具来给于各种基金组合的可能性以及它们的过去表现来试着找出某种回报的可能性。然后分析师再努力降低或利用对冲的方法来避免负数回报的可能性。

格林斯潘说，本质上美联储也是这样做的，只不过不是像分析师那样用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电脑模型来分析，而是用他们的判断来过滤。真实的世界远比从静态的电脑模型的线性相关要复杂得多。真实的世界里有太多可能，而且一旦其中一个变量发生变化，其他有相关性的变量也开始产生变化，这使得模型本身不再实用。

因此，格林斯潘所说的，不仅是如果没有判断，美联储将无法工作；也是如果只依赖于规则或计量经济学的模型，美联储的表现将非常差。

规则本质上来讲是简单的，当经济体系中存在显著的不确定因素时，规则不能够替代风险管理的作用，风险管理更适用于政策制定。

在这一段以及接下来的几段里，格林斯潘向一些希望美联储为政策制定一套精确的规则的批评家做了回复。他极力说，这些规则不仅是太简单了，还可能导致重大的政策失误。所有类似的规则都需要被解读，而仅仅是为了解决一个复杂的政策问题而从表面上增加解读政策的难度，这种做法会适得其反。判断力，至少是格林斯潘的判断力，对于中央银行来说，比硬性而固定的规则要好得多。

举例来说，法国和德国就直接忽略欧盟不允许各国赤字不超过GDP的3%的规定。他们都认为需要刺激本国经济，而严峻的预算会将各自国家的经济拖入经济衰退的深渊或更甚。而其他国家则要求法德遵守相关规定，因为这些国家如果不这样做就会受到不利影响。到底谁对谁错呢？答案决定于谁正在经受经济衰退。



这里，我们对一个既定的事实有了全新的看法：美国经济的幕后并没有一个可以利用杠杆控制美国经济的，类似于欧兹国巫师的美联储主席。他们不能控制所有的风险。他们所能做的只是管理一些风险，所以接下来的问题是需要减弱或对抗什么风险？

再重复一次演讲的第一句话：

“不确定性不仅仅是货币政策中的一项重要特征；它是整个货币政策里的基本特征。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为认识到格林斯潘在挑战他的经济学同僚们不是一件小事。计量学模型的倡导者连遮羞布都没了，而且有可能永远都没办法再编一件新衣服了。这只是一些经济学家用来自己糊弄自己的错觉。

格林斯潘：“请相信我”

在说其他人对这篇演讲的感想之前，我先说说我的最初看法。我们从加特曼的故事说起。他曾参加四人组州高尔夫冠军赛。比赛进行中（They were in the hunt），到第17洞时，他的一个队友（他的名字很有意思，叫达富尔。Duffer在英文中是笨蛋的意思）因为半英尺之差错过了一杆七尺推杆。听到队友的抱怨声后，达富尔转身轻轻地说：“绅士们，我已经尽力而为了。”

第一，格林斯潘说因为运行美联储的是人，而人必须做决定。做决定的最佳途径是尽量避开大的风险。本质上，美联储像一个巨大的经济保险公司，在极力避免可能破坏经济体系的巨大风险（像他们眼中的通货紧缩），因而比较乐意承担较小的风险（比如他们眼中的通货膨胀）。

他对那些批评他的人说，利用静态模型的人的想法太简单了，这里我要补充的是，格林斯潘的这个看法在大部分情况下是正确的。这并不是说我会支持某一个特定的政策，我只是说在这一点上格林斯潘是对的：你不能仅仅关注一些趋势，然后将这些趋势延伸到一个正确的政策。

第二，格林斯潘说，“相信我”。虽然他没有直接说出这句话，但通篇演讲都在暗示这一点。就像他回答批评者提出的一些特殊问题（像1998年的货币宽松政策）时，自信地说，“绅士们，我已经尽力而为了。”

第三，他承认了一些大家都知道的事实：世界异常复杂，只通过单一的方法很难全面地理解。更进一步说，每一步棋都可能会产生计划外的后果，而你最能为之努力的是尽量别去“固定住”经济，而是来评估风险，在风险评估的基础上尽量避免最差的事情发生。

第四，我希望这意味着我们可以放弃那些到处宣扬其可以显示出美联储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实想法，以及基于何种假设“美联储基于此而做出决定”的愚蠢的经济学模型。这些模型可能挺有趣的，甚至可能是有用和有益的，但格林斯潘清楚地表明这些模型从未、将来也不会成为做某个决定的最终原因。

第五，在了解美联储未来的政策时，我们应该要了解未来的风险因素，而不是现在的数据。比如，如果美联储宣布他们比较在意不受欢迎的通货紧缩，这可能意味着在经济面临一些不受欢迎的通货膨胀前，美联储是不会提高利率的，尽管有些历史性的模型表明经济正在复苏且美联储会提高利率。

以上是我对两篇演讲做出的分析。我不是在拥护这两位演讲者的观点，实际上我的观点与格林斯潘的不明确的观点有很多差别。我个人很希望看到美国的经济系统在自由市场方向获得长足的进步。但这很难发生。这里讨论的重点不是我对这件事的看法，而是格林斯潘以及他在美联储的跟随者的立场。他们是制定政策的人，而这两篇演讲为我们理解美联储是如何制定政策打下基础。[①]

游戏的结尾

如何解决这些事情？美联储何时会提高短期利率？美联储现在的处境很窘迫。



2003年年底，谨慎熊基金（Prudent Bear Fund）的合伙人大卫·泰斯曾为吉姆·罗杰斯（Jim Rogers，是乔治·索罗斯的前合伙人，也是《投资骑士》和《冒险资本家》的作者）在达拉斯举行了一场私人欢迎晚会，会场中有一些是先天的空头投资者。其中一人对我抱怨说，美联储最近的动作只会让事情变得更糟——我们必须经历经济的再平衡，要直面即将发生的经济衰退，才能继续向前，诸于此类。他的想法是“赶紧吃你的药吧”。

通常，短期利率比通货膨胀的利率要高1%或更多。利率正常水平的上调，会让联邦基金的利率升高3%～4%，而现在美联储执行的政策是基于消费

① 如果你有兴趣，可以阅读我在2003年9月19号发表的每周期刊，里面有我对其他很多不同作者对美联储政策的辩论的分析：www.2000wave.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者物价指数减去1%。这使得10年期的国库券的回报率达到6%，而30年期的抵押贷款利率达到7.5%。如果这些发展得太快，经济复苏可能会流产，而通货紧缩式的经济衰退的风险大增。这将增加住房成本，使20%的利用机动利率按揭买房的屋主的还款金额加重，提高了借贷成本，严重拖累了消费者的消费。很多分析师还认为，利率提高的过快也会对股市带来很大的负面影响。

美联储希望，如果它能使经济发展，即使是缓慢的发展，产能过剩最终会被消化掉，而美国的企业将重新拥有提高定价的能力。即使是通过过度刺激的方式，只要美联储将下一轮经济衰退推迟得久一点，商业的境况可能就更好。但愿如此，个人债务也开始下降，我们可以在未来几年里让自己慢慢走出现在的困境。

在2004年，利率不会迅速提高。美联储的成员先天的、在他们骨子里就是要竭尽所能地与经济衰退做斗争，尤其是那种可能发生的通货紧缩式的经济衰退。他们不认为预防经济衰退会让事情变得更糟糕。那两篇演讲已经清楚明白地讲明了这一点。他们可以承担些许通货膨胀的风险，从而杀死通货紧缩这只吸血鬼。

美联储的信念（或希望）是如果有足够的刺激，我们可以走出20世纪90年代留下来的经济余波（债券、通货紧缩、产能过剩、美元泡沫、交易赤字，等等）。美联储并不希望经历一次大衰退，来重新设定20世纪90年代所造成的经济失衡的底部；而是希望通过经济增长的方式逐个解决问题，每当我们向通货紧缩或经济衰退走近一步时，美联储就会刺激市场的需求。

直到以下其中一项或两项条件发生，美联储才有可能提高利率：

1.当美联储认为经济复苏是可持续的，而且在历史的角度来看可以提高利率。坚实的经济基础所带来的利率增长是一个好兆头。

2.不断增长的通货膨胀逼迫美联储提高利率。

你可以预测各种类型的看似可能的经济后果，而我也在我的每周刊物里回顾目前正在发生的事情。但每个经济后果的最后结论都是，利率将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加。

即使是在美联储还没有开始提高利率之前，经济复苏就已经结束在这样糟糕的版本里，这两个演讲已经清楚地说明美联储会拿起手中的武器，提高通货膨胀率。长期利率在这种情况下会暂时下跌，但结果是出现了通货膨胀，最后利率会升高。

提高利率不是用于刺激经济。它是一阵逆风。这也让我们相信，这个十年处在一种“差强人意的经济”之中。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章
为何投资会失败



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就像沃贝贡湖[①] 的所有孩子一样，我很肯定本书的读者都是高水平的投资者。但我也相信你一定有朋友的投资水平不高，本章我们来分析他们投资失利的原因，然后再分析他们应该如何分析基金、计算风险。希望能够为你提供一些办法来帮助你的朋友们。我将告诉你一个简单的、让你成为排名前20%的投资者的方法。这让你在参加家庭聚会听你小舅子的故事时变得更轻松。

成功的投资最重要的一个部分是避免犯绝大部分投资者容易犯的错误。这里我可以教你所有的投资技术、交易要点、基金推荐、预测、诸如此类，而你要做的是必须远离失败投资者的典型习惯。

在这一章，我希望带给你一种伴随着“哇”后的顿开茅塞之感：给你一些可以了解市场之谜的见解。我们首先了解一些观点和概念，然后再看看我们能得出怎样的结论。

我们出发吧！

投资者表现欠佳

金融研究公司(The Financial Research Corporation) 在1999年熊市出现前发表的一篇文章显示，在1999年熊市之前，证券基金的三年期平均回报是10.92%，而个人投资者在相同时间段中的回报只有8.7%。原因很简单：个人投资者总是追随热门的领域和基金。

① 一个假想的所有孩子的智力都高于平均水平的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你研究最近三年的数据，我想那些数据会更差劲。以下的内容引自杰弗里·邓纳姆(Jeffrey A Dunham)：

研究发现，目前一个典型投资者的持股时期平均大概是2.9年，相对于5年前的平均持股5.5年下降很多。

大部分投资者根据基金过去的表现来选择基金，他们常常在某家基金的表现正处于或接近顶峰的时候买入。比如，在基金经历了他们“表现最好”的季度之后，他们迎来了910亿美元的新现金流。相应的是，在基金表现不好的季度之后，获得的新增现金流仅为65亿美元。

我阅读到很多与上面引述内容相似的研究。这些文章都在说明同一个情况：即平均来看，普通投资者的表现达不到平均水平。很多的研究显示，在统计学上，这种情况还要严重很多。

这篇文章还给出了一个我曾经也观察到的、但没有证据证明的有趣现象。对于固定收益市场和国际股权（股票）基金来说，过去的表现可以作为未来相关表现的参考坐标，但对于美国证券基金来说，过去的表现与未来的表现之间在统计学上并没有重大的相关性（后面会讲到为什么我会这样认为）。

那些表明“过去的表现并不能保证未来的收益”的法律声明在两个层面上是正确的：

1.绝对回报无论在哪种程度上都不能保证。广义上的资产类别在不同时间区间中的波动性非常大。股票可能在某个十年里的年平均回报是5%～10%，在另一个十年可能会达到10%～20%，也有可能会跌到0%～5%的水平。

2.绝对排名同样是不能肯定的预测。这是因为某一个特定投资目标的相应波动性很高。排名第一的基金可能会下降到中等水平，也可能在随后的时间里远低于行业的平均水平；然后可能被那些刚开始排名很靠后的基金超越。排名越靠前，排名的定义就越严格（比如说，第一名，顶级（前10%），顶尖（前25%），前一半），基金重复获得这种好名次的概率会低很多。绝大多数的基金都不太可能将第一名当做自己的目标。收益能够多次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排人前10%也非常困难，多次排人前25%很有挑战，而进入前50%的概率跟投硬币猜正反面的概率差不多。

我们在第八章引用到的美国国家经济研究所的研究证实了这一点。只有很少比例的公司能够连续十年获得高于平均水平的回报。这种情况的概率之低超乎你的想象。

现在选一个股票，这个股票所属的公司在未来十年里每一年的表现都在前25%的可能性差不多是2%或更低。实际上，一家公司的收益增长和杰出的表现所持续的时间越长，出现下跌的年份的概率就更高。

那么大部分股票分析师的报告是基于什么呢？过去的表现以及获得股票期权补偿的管理层的乐观预测。一家公司的CEO会跟你说他们公司的股票被高估了吗？他的员工和董事会会杀了他的，因为这样一来所有人的期权股都会贬值。分析师们假设公司在过去5年里的收益增长率是25%，那么未来5年里的增长也会如此，这个假设有致命的缺陷。过去50年里的真实数据表明，这种假设发生的概率非常小。

分析师都是不靠谱的

大卫·德雷曼（David Dreman）在一篇研究中说，他曾检索了1982—1997年的分析报告，发现分析师的错误率平均为200%。德雷曼告诉我们：



2002年上半年的收益表现不佳。企业都开始被迫下调预期值，或者下调过去的收益。如何解释这一整年看上去健康的本益比？只能预测下半年的收益无缘无故出现高额增长：依照S&P分析师的预测，第三季度的收益要增长48%（相对于前一年来说），而第四季度则要增长45.7%。而根据第一声公司（First Call）[②] 的全年预测，科技股在2002年第三季度要上涨127%，第四季度上涨73%才能吻合；交通运输业(主要是航空)的收益在第三季度上涨19倍，第四季度涨的更高才能符合全年预期。

② 汤姆森金融(Thomson Financial)的一个汇集大量估值资料的部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国家经济研究所发表的另一篇针对“长期时间区间”的研究（在第八章曾引用到）显示，分析师通常会将收益至少高估两倍。研究显示：“分析师预计排名前20的公司的五年期年增长率是22.4%，但结果却是9.5%。”研究者还指出因为5年里有很多企业倒闭了，所以真实的回报率可能更低。

研究者依照分析师的预期建了一个简单的投资组合。可以预见的是，组合里顶级公司的真实回报只有分析师预测的一半：11%的真实回报相对于22%的预期回报。“这些结果说明，我们应该要谨慎地对待投资，不能太过依赖于长期预测，以估值研究中的预期增长为预期。”

这对有进取心的新分析师来说是好的机会。自己办一家分析公司，去第一声公司查找所有它给出的公司的收益预期。将预期除以二之后发表。然后再雇一些MBA金融类的人写出能够反映出你的“分析”的报告。剩下的时间就专心的去苦练你的高尔夫球技吧。

结果是：你的分析报告会比其他90%的人的分析报告更准确。一两年后，你看上去就像一个预测天才。你就可以将你的分析报告高价的卖给其他公司。那时你既有钱，高尔夫又打得好。颇具讽刺意味的是，你的分析预测要比其他真正试图作分析的人要更接近历史数据。如果对此你的良心不会感到不安（对一些分析师来说，这根本就不是一个问题），那么你会有一个不错的人生。

掷硬币决胜负

纳西姆·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）的《随机致富的傻瓜：市场和人生中的机会所隐含的作用》对市场上的机会的作用作了很好的说明。

假设你组织了10 000人来抛硬币，每年一次。那么5年后，只有313人有机会在这5年里连续抛出5次正面。如果你让这些人穿上西装，坐在玻璃办公室里，给他们一个证券基金或对冲基金，管理10亿美元的资金。他们一定会认为自己掌握了其他失败者没有弄明白的投资秘诀。他们七位数的工资已经证明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二年，313人中的157人被淘汰。根据我强大的分析能力，我可以预测到有一家会被淘汰，这一家就是你投资的。

时间消除随机性的干扰

在证券基金和对冲基金的世界里，与回报同样重要的东西叫做“存活偏差”。就好比说刚开始世界上有1 000家基金，5年后，只剩下800个基金还在运行了。剩下的200家基金因为经营惨淡，再也融不到钱，只能倒闭。

如果让你来找出这800家基金的年回报，可以得到一个平均值。如果算上那200家濒临失败的基金的回报，平均值会低很多。数据库中绝大部分的统计数据都只包含那些幸存者的资料。这种存活偏差使得基金平均回报上升，误导了投资者的期望值。

塔勒布的一个观点非常有用。他指出因为机会和存活偏差，投资者很有可能会找出投资冠军。的确，谁会跑到你那里去兜售失败的基金呢？一项投资或一个股票连续五年获得收益的概率很高。但你能够看到热门投资的机会却是随机的。通过个人的努力，你更有可能获得成功。当然，我的客户是例外。

这让我们想起遍历性原则，“也就是说，时间会消除随机性的干扰影响。向前看，尽管有些投资经理在过去5年里的收益很好，我们预计他们在未来的某个时间点就可能失败了。他们的业绩不会比那些在早期就失败了的基金经理好。哈哈，这就是滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。”



投资失败的原因

尽管专家们通常会用很有创意的方法解释他们的错误，实际上我们绝大部分人所犯的错误都很普遍。首要的错误就是追逐收益表现。长篇累牍的研究显示，个人投资者的平均投资表现比证券基金的平均表现要差很多，因为个人投资者会从他所属的投资表现较差的基金转投那些最热门的、表现将要走下坡路的基金。

华帝咨询（Vantage Consulting）的马克·费恩（Mark Finn）花了很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多年来研究交易系统。他是一些大型养老金基金和《财富》500强公司的投资顾问。据我所知，他是我认识的在交易系统、基金经理和基金领域很精明狡猾的一个分析师。他是基金管理界中最支持启动阶段的基金经理的人。他最能慧眼识珠，能够看出新基金经理的想法是否有投资价值。

他有一群获得认证的数学天才在为他工作。他们有最好的识别模型软件。他们将价格数据在所有你能想到的程序里运行，然后得到结论：过去的投资表现并不能昭示未来的投资结果。

实际上，费恩说得更直白：如果你想预测未来的投资结果，过去的表现是毫无意义的。过去的投资表现只能用来判断一个基金经理在过去某一个特定的环境下的投资表现。

尽管投资者会看到过去的表现不能决定未来的投资结果，但他们会很快忘掉这一点。就像我们在麦当劳看到“咖啡很烫”的警示牌却从不在意一样。

追逐一家热门的基金通常意味着你入主了一家将要见顶的基金，很快这家基金就要走到头了。基本上在你投资之后就会这样。

费恩和他的团队认为什么才比较有用呢？第一是基本面，第二是基本面，第三还是基本面。他们每年都观察大量的基金经理，发现成功的基金经理的共同特点是他们都将一系列的基本面分析融合到各自的系统中。

这与加里·赫斯特（Gary Hirst）的研究结果一致。加里·赫斯特是我最喜欢的分析师和基金经理之一。1991年，他开始研究技术分析，他花了很多钱买电脑和程序，分析了大量的技术分析系统。下面我摘录了一些他的研究结果：

我曾经听过技术分析和线图模型，面对这些东西，我不得不说，这都是些什么妖术啊？我极度地怀疑技术分析的价值。所以我尝试用电脑来检验它，结果我知道了其实技术分析一点用都没有。所有的统计学和数学工具——随机指标、相对强弱指标、线图模型、艾略特波浪理论等等——都没有用。如果你将这其中的任何一个工具编写成电脑代码然后进行测试，结果表明这些工具并不能在统计学意义上获利；这些工具只是一些痴心妄想。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过我确实发现了一个东西还比较有用。世界上，基本上所有的技术分析都可以简化成这个东西，尽管绝大部分人都不知道这一点：回报的分布不是常态的；它的分布比较倾斜并且有“肥尾效应”。换句话说，市场确实会产生可获利的趋势，当然，我还发现这个现象只能在短期内有效，系统可能会在5～10年里有效，之后就跌入深渊了。你获得的那些收益，都要赔进去。长区间里，趋势总是亦步亦趋地跟着钱走。

发现了一个秘密的投资系统

当你参加一个投资会议或读一本投资杂志时，你会被那些告诉你只要买一个教你每天交易然后每年获得1 000%收益的软件包广告包围。花5 000美金就可以买“独家”（只有你以及其他1 000位读者以及他们的朋友和客户）炒股指南，你会获得一些热门观点或股票信息。你会看到一些在短时间内上升100%或更多的稳赢交易。你也可以用这些简单的、经过测试的方法让自己变得富有，赶快行动吧。

大爆料：我是投资经理的经纪人，为顾客寻找合适的投资经理和基金。我研究的基金大部分是私募基金或对冲基金。我得以看到这些基金的交易记录，与这些投资界中的精英中的精英——真正的大师级人物进行交谈。只有符合条件的投资人（投资净资产超过100万美元以上）才能见到这些投资经理。这个领域正在迅速成长，尤其是现在证券基金和股票经理人的回报不理想，精明的投资人和机构正在寻找其他投资经理。



在全球最优秀的投资经理人中，没有一个人能够给出你在广告中看到的那种稳定的回报率。所有的海外基金中，截止2000年为止的5年里表现最好的基金的平均年回报率是30%。不过你现在也无法投资它了。但在2001年和2002年，这家基金的回报表现很普通。

史蒂夫·科恩（Steve Cohen）在过去的20年里都获得了一些骄人的成绩。但他的基金已经不再吸纳新的投资。即便是这种传奇人物的投资收益，都没有广告上写的那么多。

这就是真相。如果你能够每年稳定地获得20%的回报，5年内——最多10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年——你想管多少钱就有多少钱。钱会自己送上门的，相信我。那时你可以收取2%的管理费，再加上20%的收益。一个10亿美元的基金，你可以收入6 000万美元的费用（管理费和收益表现费），当然是每年的收费。你怎么会卖掉一个年回报率为20%的系统呢？

如果人人都知道了这个系统，系统就不会像从前一样管用了。我每天都在做的一件事情就是仔细查看哪种投资类型可能不会再产生利润了。每个人都会升天，关键在于知道何时会升天。

话虽是这么说的，现实中还是有一些例外。我的一位读者曾经每天都给我邮件。邮件的内容是他第二天将要进行的交易（现在收到的是他每周的交易总结）。这位读者非常厉害。他平均的年复合利率差不多有200%～300%，大约有75%的交易能够获利。我曾经打电话和他讨论他的交易系统。我想为这个交易系统建立一支基金。但问题是他的交易风格的可控制资产的上限大约是100万美元（他的看法）。他无法操作更多的业务。但对个人来说，他的投资非常好。大部分投资经理对各自系统所能够管理的资金金额过于乐观。也就是说，有些投资系统只能管理25万美元的资产，才有增长潜力，当然基金经理还有很多其他问题。

这位投资者就可以将他的投资系统卖给其他人。不过一旦他这么做了，这个系统就不能再发挥作用了。

每种投资方式都有其相应的限制，不论其投资金额是100万，2.5亿或是10亿美元。只因为成功管理了25家商店，并不意味着你可以将商店扩增到500家。

每件事和每个交易系统都有其客观的限制。知道你的极限所在，也知道你的投资经理的极限所在非常重要。很多惨痛的失败案例，都是由于基金经理不知道自己的投资方法的局限性。

以“雅努斯20”基金（Janus 20 Fund）为例。这家基金专注于投资“最杰出”的20家公司，其中大部分是科技公司。基金的历史记录看上去很不可思议，所管理的基金逐渐增长到数百亿美元。对基金经理来说是好事，管理这么庞大的资金，这样一来他们的奖金会逐年增加。他们对投资者说，基金成功的秘诀在于做了很多功课，擅长分析上市公司。他们标榜自己是寻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找增长潜力股的抄底价值投资者，并宣称投资他们基金的人都太走运啦。

真实的情况是，他们是只能装载一汽车的人却非要装一火车的投资者。没有人会考虑到这场盛宴即将结束。但在灾难来临时，他们根本没有逃生策略，甚至根本就没有能力逃生。如果你在思科股票上投资了50亿美元，你可不再是一个普通的股东。你上升到合伙人的级别了，开始进退维谷。如果你想脱手，市场很快就明白雅努斯想卖出股票，空头们会直接把你当做午餐吃掉。

回头再看，他们非凡的投资记录并不是因为投资有多高明，而是刚好赶上了历史上最大的一波投资泡沫。这些基金经理投硬币，连续八次都是正面朝上，运气真是好极了。

资金量较小的投资人和基金可能会运用与之相同的投资策略，但因为资金量小，他们有机会出逃。

下一波牛市

首先，我要澄清一点：技术指标，甚至是基本面分析系统都不能告诉我们下一波反弹在什么时候开始、结束，或者熊市在什么时候结束，下一步牛市在什么时候到来。电视上或投资指南上说到的、可以精确预测股市高点或低位的这指标、那系统都是骗人的，都是痴心妄想。

2002年的诺贝尔经济学奖颁给了心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）博士，以表彰他开创了行为经济学。请允许我简略总结一下他的伟大的工作，他主要说明了投资者是不理性的。但他获得诺贝尔奖的原因却是：投资人的不理性是可以预测的。因为我们不断重复错误。其中最显著的一点是我们没有能力认输。卡尼曼仔细地阐述了个中原由，其中最主要的原因是，认输太痛苦了，我们就直接跳过，不认输了。

尽管通过技术指标，我们无法严格地设计出一个自动获得回报、永远获利或偶尔输一点点的、无需监管的交易系统，但它还是可以为我们提供一些有用的信息。成交量、走势、动量指标、随机指标等等都能够反映出市场的心理。只要付出时间和心血，激进的交易员就可以通过这些数据分辨出马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克·费恩所说的市场的“脉动”。

伟大的交易员都能够利用这些数据来分辨出市场的心理以及市场运动。他们还拥有杰出的资本管理和风险控制技巧。我是说，他们已经有那种“嗅觉”了。就像有些人能够击中时速95英里的球一样，这些交易员可以通过查看大量的数据，感受市场的律动。他们用坚实的资金管理技巧来控制风险，为自己和客户带来收益。就像艾利克斯·罗德里格斯（Alex Rodriguez，纽约洋基队的强打，是职棒大联盟最高薪球员，一年有3 200万美元收入）一样，赚钱赚得很轻松。

很多普通的投资者也认为自己可以做到这样。但他们基本上都很失败。

因为一些原因，这种失败纯粹是自找的。投资看起来很简单，每个人都可以从中赚钱。但在这些年见过成百的基金经理，分析过上千家基金，看过成堆的数据之后，我开始相信伟大的交易员拥有天赋，就像打棒球或高尔夫球一样。

如果一件事很简单，那么每个人都可以完成这件事。但交易不一样，所以如果你没有这方面的天赋，就别在这件事情上较劲。这就像我对自己不能成为一个高尔夫球高手而愤懑一样，不管我训练多少次，我就是没有天赋成为那样的人。如果对高尔夫下注，我会下注给一个优秀的球员，而不是我自己。

分析一家基金

好吧，这是我的解释。我需要调查成千上万的基金和基金经理人。在我的数据库里，分别用高夏普比率、低标准偏差、低β系数、然后是高回报率做出各种分类。回报率很重要。然后我开始做真正的投资分析。投资分析比表面的数据所包涵的内容要多得多。

这里有很多问题需要一一解答。首先，我想知道，“你为什么想挣钱？”然后我会问，“你是如何挣钱的？”接下来我想知道他们承担的投资风险有多大，最后一个问题是，“你的投资人能赚到多少钱？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们再用“雅努斯20”作为教案来分析，这家基金能够赚钱是因为它的投资期正处于周期性的大牛市当中。而它的亏损也是因为熊市的到来，而它的投资策略是只做多。很多股市的时机捕获者都在上一次的牛市赚了很多钱，但在波动性高的熊市下似乎丢了感觉。讽刺的是，他们的投资系统只有在牛市的时候才能为他们带来成功，但直到熊市来临后我们才懂得了这一点。

不幸的是，现在你恰好需要股市的时机捕获者为你工作。所以你必须找出正在股市交易的基金经理，再借鉴他们的投资表现。这个简单的过程常常可以告诉你，你所选择的是一个出色的基金经理人还是一个运气好的交易员，或是一个拥有天时地利人和的优秀基金经理。现在问题来了，一个正确的投资策略能够持续多长时间呢？

如果你知道他们在过去赚钱的原因，那么你就要问问自己，那些让他们获得成功的外在条件在未来还会持续下去吗？

如果他们可以给你一个非常好的理由，来说明他们自己为什么能够在其领域中赚到钱，那么你应该看看他们是如何做到的。看看他们的系统。他们是否真得有一个系统，还是只凭直觉来投资？每一个经理人都会告诉你他有一套个人的交易系统。系统是首要条件。你希望自己能做的事情是查看系统的基础是否牢固。如果他们拒绝向你展示——如果你不能获得足够的信息，对他们的系统不是很放心——那就走开吧。别投钱给那个家伙。



我非常想了解投资经理人是如何控制风险的。我明白如果不承担风险，基金很难获得跑赢大盘的回报。但不是所有的风险，都能在过去的表现中体现出来。[3] 每一种交易风格都会出现亏损。我希望我的风险/回报率是合理且可控的。

明白了这些，再去看交易记录才比较有意义。经理人有没有为他投资的市场增加价值？他的交易风格会表现的比其他基金经理优秀，为我们带来“alpha”级别的回报吗？（这里的“alpha”技术定义，是一流的意思，更

③ 我想起了长期资本管理公司的失败。在这家基金失败之前，它一直是最稳定的一支基金。然后：喀嗒一声，灰飞烟灭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易理解一点。）

有很多基金经理和基金可以获得一流的表现。绝大部分情况下，这些基金经理人都有一个切入点，然后坚持不懈地努力。他们的风险控制得很好，拥有出色的运营和管理人员。要做好这些可需要花很大功夫（还需要一些好运气）。

成为排名前20%的投资者

长期来看，股票组合的年平均回报是7%以上，也就是GDP的增长加上股息再加上通货膨胀。这很合理。因为一个国家所有公司的增长速度不会超过整个经济的增长速度。当然，有些公司的增长速度可能很高，但公司的整体增长速度是7%。无数的研究已经证明了这一点。这也意味着大体上有50%的公司表现优于平均值，另外50%的公司的表现拖了后腿。

投资者的表现也是这样。很明显，有50%的投资者的表现能够超出平均值；10%的投资者会表现得非常出色；而其中的1%则因为投资而变得富有。如果你在1982年投资了微软，那你就太幸运了。当然你也可以说投资微软体现了你的能力。这个世界上的绝大部分人都将各自的好运归于自己非凡的技能，将自己的失败归于坏运气。

每个人都希望成为前10%的投资者。但是，我们如何行动呢？本章开头所引用的金融研究公司的研究结果告诉大家，我们是如何寻求成功，买进某只股票，但却在股票的最高点时买入的。实际上，想要成为前10%或20%的投资者，统计规律是造成我们的长期回报低于平均水平的原因之一。我们可能会在某一段时间内获得成功，但很快会回归均值。

现实很残酷。在某个特定阶段能够成为前10%或20%的投资者只能归于运气。这些人只不过是在丢硬币的时候，连续5次都是正面朝上。他们的运气来的正是时候。当然也确实有一些优秀的投资者，他们的成功来自于个人的努力，但这些人不是主流投资者。你知道如何惹人生气吗？对一个投资人直言相告，说他非凡的交易记录只不过是随机的好运所带来的，或者只是因为他们抓住了一波行情。说完赶紧闪开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺便说一下，一个去新兴公司工作的人和一个买入增长了10 000%倍的401（k）基金股票的人，到底是因为运气还是因为能力呢？有多少人为公司工作却没有碰到这样的好运气，或者手中的期权直接被蒸发掉了（如安然公司）？我比较倾向于用优雅来作为解释，而不是运气或能力，但这不是一个神学问题。

绝大部分人是通过做生意或大量储蓄、勤俭节约而成为百万富翁的，很少有人是只通过投资而成为百万富翁的，概率低到你不会成为这样的人。

但我可以告诉你如何进入投资行列的前20%。最好还是让金融研究公司来告诉你吧，因为他们擅长于此：

对于那些永远都不满足于表现优于平均水平的投资者，请想一想下面的话：如果一个投资者连续10～15年的平均回报都稍微高于平均水平，那么这段时间的累积回报会使得他们表现的比其他80%的竞争者要优异。这些投资者在未来1年或3年内不会找到那个回报率排名第一的基金。这看上去挺“失败”的，但是，因为他们避开了出现重大损失的风险，从而远远弥补了“失败”。避免短期表现不佳的股票，是长期投资表现出色的关键。

对于那些试图找到一个新方法来辨别2002年表现进入前10名的基金的投资者来说，这项研究会使他们抓狂。世界上没有神奇的捷径可走，这里我们要呼吁我们的读者，请放弃不切实际的幻想，停止对未来表现进入前十的基金的搜寻。而对于那些乐意克制个人短期激情的投资者，应该接受稍微高出平均表现一点点的投资理念，等待这种投资方法获得比其他方法要优异的回报。



这就是我要说的内容。只要你每年的表现都能稍稍高于平均值，最终你会进入前20%的行列。整体来说，这比去找一家未来表现排名前十的基金要容易多了。

当然，你也有可能幸运地投资了一家表现处于前十的基金。但你要认识成功的原因，要感谢上帝（或感谢你的运气，如果你是无神论者的话）的保佑。

我需要指出的是，投资表现一直处在前50%是很难的一件事情，但这可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以办到。我不认为我能够做到这一点，但我确实看到有人做成了这件事。

投资一支股票或一家基金不同于在拉斯维加斯赌博。当你投资给一个基金经理或一支基金，你应该将这考虑成投资他们的管理公司。自己反问一下，“我真的想与这个人合作吗？我希望让他来管理我的资金吗？这家公司的商业目标合理吗？是什么让我认为它的表现能够高出平均水平？我用什么方法来辨别基金经理人因为随机而获得成功，还是因为出色的管理水平而获得成功？”

如果我遇到一个基金经理人只跟我谈论他的交易记录，我会找个借口很快结束谈话。如果有经理人告诉我他们会竭尽全力赚最多的钱，我也会离开。也许他们是专家，但我的经验告诉我，发生这种事情的概率不大。

这不是说我们安于平庸。只是统计学数据和过往经验告诉我们持续的获得高于平均水平的投资回报非常困难。一家公司的表现在某一年里获得第一的排名，是很偶然的事情。确实可能因为好的经营，或好的想法起了作用。但这种情况还会重复吗？不会。

但如果是连续十年的回报率在前50%呢？这肯定不是偶然。这是能力。这种持续稳定的管理是你应该看重的品质。

顺便说一下，本章的开始，我提到过去的表现，在统计学意义上可以用来判断某些基金的相对表现，比如债券基金和国际基金。在固定收益市场（债券），每个人都面对这种相同的工具。收取的管理费较低以及那些重视降低交易成本的交易员会大受欢迎。这种管理能力能够带来稳定的高出平均水平的回报。

同样，在新兴市场表现优异的基金常常会稳坐前几名。这是因为对海外基金来说，交易能力很少见、学习成本很昂贵。在这个世界里，对当地市场的了解很明显能够增加收益。

但在美国的股票市场，每个人知道的事情都不相上下。过去的表现对于未来投资表现来说，是一个糟糕的指标。一家基金在某一年的表现优异，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能是因为它的管理人额外承担了一些风险，最终这些风险会反噬基金以及基金的投资者。他们也有可能很幸运，投资的两个最大的公司股票真的暴涨了。但现实中很难连续多年找到这种增长迅速的大巨人。而且，美国的股市有周期性，因此那些在泡沫期增长了一年或几年的股票在接下来的年份里，好的表现不会持续下去。

投资者的表现不佳

金融研究公司的加文·麦吉尔（Gavin McQuill）给我寄来他的价值5 000美元的超凡报告——《投资者的表现不佳》。

前面我们看到一篇报告说，过去的十年里投资者都在追逐热门证券基金。市场越上涨，投资人就越不能做到买入并持有。投资者会持续地追高杀跌。投资者的获利会远小于证券基金的平均获利。

麦吉尔重点强调了6个能够导致投资者犯错的情绪。你应该了解这些情绪，看看你是否对这些情绪很熟悉。

1．“后悔恐惧症——无法接受自己曾经犯下错误，导致自己一直持有亏损的股票或过早的卖出盈利的股票。”这是否定、焦虑和沮丧的等情绪在循环。就如同我们面临其他任何一种困境时一样，我们首先会做的是否定问题的存在，然后因为问题无法解决或变得更糟糕而变得焦虑，接下来我们又因为之前没有早点行动而沮丧，寄希望于发生一些事情，然后将我们从困境中拯救出来。

2．“厌恶亏损的短视心理——由于对损失的担忧而导致自己没有能力忍受短期的失利，无法坚持长期的预期。”大体上，这是说我们对每一天发生的事情太过上心，而忽略了全局。行为心理学证明，对亏损的担忧是投资行为中最重要的一个情绪。

就像投资人热衷于最热门的基金一样，一则新闻或股市表现糟糕的一天都能让投资者将刚刚发生的事情当成是会在未来持续很长一段时间的事情。实际上，市场上发生的事情绝大部分都不太重要，对整个经济的影响很小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.“认识的不协调——与你基础假设相左的新现象出现后，没有能力调整自己的旧有观点。”不协调，不管是乐感上还是情绪上的不协调，都令人不舒服。忽略那些能够导致不协调的事件或事实比处理这些事要简单多了。我们会告诉自己，这些事没什么意义，然后继续坚持自己的观点。如果我们的看法是公认的看法，这种坚持更容易。“羊群效应”是股市的一股重要的分力。

4.“过于自信——人们常常高估自己的能力。”专业人士有99%的机会能够打败外行的人。剩下1%的外行人能够胜利归功于运气好。这让人想起克林特·伊斯特伍德（Clint Eastwood ）的名言：“你这混蛋，你觉得自己运气好是吗？到底是不是？”

在体育方面，绝大部分人都知道自己在什么时候会被超越。但作为投资者，我们常常会认为自己能够打败专业投资者，觉得自己永远处在前10%之列，他们认为任何胜利都是因为自己的能力和强大的辨别能力；如果失败了，那只能是运气不好。

大宗商品经纪人知道最好的客户是那些在开始的交易中发了一笔横财的人。他们深信自己获得了交易系统的精髓或必杀技。有很多人掏出所有身家，想要复制他们早期的成功，证明自己超凡的能力。他们也为自己的经纪人带来了很多佣金。

5.“锚定效应——人们趋向于过于相信近期的经历，不愿去改变现有的想法。”如果你认为自己应该投资纳斯达克股市，你就为自己的投资定位了。不管接下来会发生什么事情，你会一直坚信自己的观点。因为1999年的经历早就证明你是对的。

凯恩斯爵士在被迫承认他自己改变了之前的立场时，辩解道：“先生，事情发生了变化，我的观点随着事情的变化而变化。您呢？”

我们常常会希望目前的趋势会一直持续下去，而忘记了所有的趋势最终都会回归均值。这是为什么投资者还投资指数基金，相信股票在长期里会一直上涨的原因。他们认为长期就是两年的意思。他们不明白其实需要很多年——也许是十年——才能完全地回归均值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6．“代表性作用——人们倾向于在随机事件中总结出模型。”埃瑞克·弗莱（Eric Frye）在《每日清算》[④]上发表过一篇耍嘴皮子的文章。他证明了每次《体育画报》封面刊登的泳装模特儿，只要是来自一个从未有模特被刊登的国家，那么，这个国家的相关股票在接下来的4年里都会上涨。2004年可以买进阿根廷的股票了。弗莱显然没有研究泳装的尺寸和股票上涨的空间之间的联系。不过，我相信那些比我清闲的分析师会去做分析的。

投资者认为有些许相似特性的事物，通常会有相关性，或者直接就是相同的事物，然后他们来时找其中的模型。麦吉尔对此给了一个例子，南希学的专业是英语与环境工程。当被问及南希是更有可能在图书馆工作还是在金融服务行业工作时，大部分人会选择图书馆。但这恰恰错了。金融服务行业的从业人数要远远超过在图书馆工作的人数。在统计学上来讲，南希很有可能在金融服务行业工作，尽管图书馆管理员很有可能是英语专业毕业的。

在本书的前15章，我们查看了市场和经济的趋势，以及在目前情况下进行投资的困难之处。现在的投资环境很有挑战性。

现在让我们将重点放在如何运用以上的想法，将这些想法融合到真实的投资策略中。是时候谈论牛眼投资法了。

④ The Daily Reckoning，是一家每日投资指南杂志，网址是 www.dailyreckoning.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

牛眼投资 尽在选股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价格是应支付的价钱；价值是获得的回报。

——沃伦·巴菲特

前面的大部分章节都在讨论长期熊市，以及里将出现的经济增长减速。那么现在，我要告诉大家，你们应该投资股票。在熊市里投资，如何避免市场反手一击，打伤自己呢?

答案不仅简单，还很直接：与熊共舞，你要争取主动权。你可以利用熊市周期来创造财富和机会，而不是让熊市侵蚀了你的资产。接下来的几章，不会为你挑选出任何的一个股票。但我会告诉你一些可让你的财富增长的选股原则。我也会讲解如何权衡正确的入市时间。与你的经纪人所说的相反的是，现在可能不是合适的入市时间。

稍后的章节里也会详细讲到一些类型的基金，通过这些基金你可以有效的投资股市。不过现在，我们先来看在熊市投资股市的一些基本原则。

首先，在我说我们处在一个长期熊市时，我所用的数据是基于大公司的广义股市平均指数。在这个周期之中，我们会看到这些构成平均指数的公司地市盈率（价值）在缓慢地下降。

这里的两个关键词是“股票价值”和“平均”。如果平均市盈率是15倍，这意味着有很多市盈率大约在20倍的股票，也有很多市盈率在10倍左右的股票。随着平均指数的缓慢下跌，股票的市盈率会因为各种各样的原因走低。当平均市盈率跌到12倍时，这就意味着有些股票的市盈率会跌到5倍、6倍或7倍水平！这意味着未来很多股票的价值已经体现出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时各种投资顾问和基金经理会百分百地希望你投资股市。他们会建议你买入指数或广义的证券基金（最好是我的）。你也可以通过投资利基股票基金来分散投资风险。如果投资的时间足够长，你会获得成功。不幸的是，在长期熊市中，就像我之前证明的那样，这些方法赚不到钱。

不同于普通的股市投资（广义上的股市），牛眼投资法会告诉你一些投资特定的股票和投资策略。请不要将股权当做整个股票市场，而应想成有很多股票的市场。做一个简单的类比，纽约的一家意大利餐厅的菜单上有数百种食物。你不可能将整个"意大利餐厅的菜单"都点了，然后每一道菜都尝一下。相反，你会根据自己的喜好和需要，点一些特别的菜肴。

其次，用价值而不是价格来定义长期熊市，这样我们在价值体现出来的时候就可以迅速进场。因此，即使相信广义的股市还有下跌的空间，我们也能够找到一些跌了很多，真实价值已经显现出来的特定股票，进行投资。

再次，价值股票投资有两条路可走。你可以通过买入股票来获得股息收入，或买入有增长潜力的股票，或者你可以找出综合以上两点的股票。这个概念并非原创，但我们定义收益和增长潜力的方式可能有所不同。

主场优势

在最近的一次熊市反弹中，我的读者一直在询问，"投资者是怎么想的？在股票一直上升的情况下，你一直说的长期熊市怎么可能是正确的？难道现在你不该认输，承认错误，宣布新的牛市已经开始了吗？"

毫无疑问，在接下来的几年里我会常常被问及这一类问题。你还记得第六章的研究结果——在长期熊市里有50%的时间股市会上涨，有时上涨的幅度高达20%或更多吗？频繁的反弹在熊市很典型。在稍后探讨一些重要而深奥的学术研究时，我会谈到这些问题。

布奇是一个精明的商人，也是我的读者。有一次我们一起在阿灵顿右外场的我的包厢中观看德州游骑兵的比赛。在那个特殊的星期六，德州游骑兵的表现犹如世界冠军，他们的击球稳健，部署非凡，一共完成了六次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全垒打。德州游骑兵的排名倒数和日益下跌的趋势并没有阻碍我们享受这次不寻常的表演。唉，但一次比赛的表现并不能形成趋势，一个季度比赛的表现都不能看成是趋势。就像你将看到的，主场优势与我们对市场的方向的看法很类似。

“现在市况怎么样？”布奇问，“年底之前会走高吗？”布奇可不是纯粹地在学术层面上关心市场的走势。他手上有一些2003年12月份到期的LTEAPS（Long Term Equity Anticipation Security）看跌期权，也就是说市场走高，期权的价值会降低。

我给出的答案是——“我不知道12月份的股市会怎样。”当时的股市价值已经接近前一次泡沫的水平。我们总是被告知，这次的行情不同。经济在前进，因此，股市唯一正确的走向就是上涨。别相信这些话，1999年和2000年经济也在前行呢，你看看那时的股市怎么样。投资者已经从中学到教训啦。

2000年3月31日，标普500指数的市盈率是29.41倍。2004年2月，市盈率是27倍，这个数字还在随着股市的上涨而不断攀升。纳斯达克股市的市盈率已经回到了前一个泡沫期的水平。

布奇和我都认为根据历史的趋势，股市处于不合理的高位。但这并不意味着股市不会再走高。而且，事实上就是股市真得在继续走高。



身为七个孩子的父亲，我有一些与青少年相处的经验。从中我学到了永远别低估青少年做出不合理的事情的可能性。他们从昨天不理性的行为中认识到了自己所犯的错误，并不意味着他们会在明天变得更理性，不会想出全新的、更让人惊讶的东西来。就在我写下这些时，我的妻子打电话告诉了我一些证据。当我的朋友问我，“你的孩子最近怎么样？”——“他们很好”，我的回答更像是祈祷他们在未来真的变得很好，而不是他们目前的真实情况。

当然，很多父母希望他们宁可处理我的孩子们的“不理性”青少年的行为，也不愿处理他们自己的子女的行为。不理性的方式很多。作为父母，我们各自都有自己的定义。我的孩子们定期告诉我，我的标准过于保守，尤其是与“其他人”比较之后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为投资者，我们对相对便宜的、不理性的价格有各种各样的定义。然而历史表明，股市的价值总会回归均值，甚至会深度下跌到均值之下。从来没有一个时期，当市盈率与1999年或2003年年底一样高时，其后十年的股市投资回报的表现会优于货币市场基金，一个都没有。但涌进股市的投资者都认为股市的表现会进入一个全新的、不同于以往的状态中。

疯狂，我太太常对我说，就是指一次次的重复同一件事情，但却期望得到不同的结果。而投资者就是不断地将股价推高到让人吐血的位置，却又希望这一次的结果不同。但这永远不会出现。

我们来分析这种行为背后的一些原因。这些原因植根于心理学而非基于数学和经济学的预测。

有一个名为“有效市场理论”的经济学派宣称，证券的价格正确地（几乎是瞬时的）反映出所有的市场资讯和期望。它说由于信息的出现以及股市价格因为最新信息所产生的瞬时的反应和调整这样的随机情况，使得我们无法从股市中获得稳定的回报。因此，这个理论假设，在任何时间里，股市都正确反映了证券的价格。结果是——当然是这个理论所宣称的结果——证券不会长期的高估或低估而让你获利。

在股市寻求投资获利的唯一方式就是买入并持有各种各样的股票。

该理论认为，既然股价反映出了所有可知的信息，而信息的产生是随机的，因此从任何分析中获得的信息都是有限的，不论是基本面分析还是技术性分析。理论假设，每一个信息都被成千上万的投资者收集并加以处理，这个信息（不论新旧）都正确地反映在股价上。不管是通过基本面分析还是技术性的方式来研究历史数据并不能增加回报，因为过去的数据对未来的价格没有任何影响。

诺贝尔经济学奖曾经颁发给了这个理论的创立者。很多人的职业生涯就建立在发扬光大有效市场理论上面。很多书在用数学方法证明该理论。遗憾的是，这些经济学家像是盲目的标枪选手。他们不太可能精确地获得成功，但他们肯定能够吸引群众的眼球。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，另一些理论经济学家开始认为，这项理论本质上与事实相左。我们这些非学院派的人只是认为，用这种理论来看待世界太愚蠢了，这就等同于宣称在数学的角度上来讲大黄蜂不能飞一样。这也证明，即使是一个专家，甚至是诺贝尔经济学奖的得主，为某一个论点给出了数学“证明”，我们还是需要查看其为了建立理论时所用到的假设。我们会看到，有效市场理论经不起检验。[①]

主场偏见

有一个快速成长的研究领域叫做行为金融学，学者们试图找出决定我们对待金钱的行为的原因。结果是，最近诺贝尔经济学奖为两位心理学家颁奖，以表彰他们对这个领域所做的贡献。我们下面将看几个例子，来研究投资者做出看上去不理性的事情的原因。

马丁格尔资产管理公司（Martingale Asset Management）的CEO阿诺德·伍德(Arnold Wood)最近为达拉斯的财务分析师们做了一个演讲。他着重提到了两个有趣的研究。

首先，研究者拿出一副扑克牌，并选了其中一张牌。实验者付1美元来猜这张牌，如果猜对了就赢100美元。记住研究者的预期支出是$1/52 \times 100=1.92$。这种赔率会让拉斯维加斯顷刻破产。然后研究者问实验者是否卖出他的机会：平均价格在1.86美元的时候，大约有80%的人会卖掉猜测的机会。如果是这个价格，将机会卖掉挺合理的。而那些可以买入所有52个猜测的机会的人来说，这是一个很好的购买或套利的机会。他能够得到3.18%的获利。



现在事情变得有趣了。第二次，有人被允许从一副牌中选一张牌，并且

① 为什么对一个投资者来说，这件事很重要呢？因为一些市场推销员会利用这些理论来证明你应该用某种方式来投资，比如说买入—持有股票啦，证券基金啦。你怎么能不认同一个获得了诺贝尔经济学奖的观点呢？“相信我，或者你至少要相信那些获得了诺贝尔经济学奖的天才吧。”你会被这样逼问。我必须承认，绝大多数的诺贝尔经济学奖得主的理论值得相信，但仍然有一些理论可能被一些向你兜售投资产品的人滥用了，也有可能是提出理论的人的理论性比较强，但本身的投资能力差得很。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得同样的猜牌机会，现在这个人因为已经摸到了牌所以对这张牌产生了个人情感。在这种情况下，只有60%摸到牌的人愿意卖出猜牌的机会，而且卖出的要价超过了6美元。而同样的例子在MBA学校里被演示的时候，学员们的要价高过了9美元。

“我知道这张牌。我已经研究过它了。我对这张牌产生了感情，因此猜牌的机会变得更值钱了，”这就是投资者的想法。当然，猜牌机会的价值，还是与最开始一样，但心理学上的“拥有”这张牌，让投资者为价格附加了价值。在我们探讨下一个观点前，请记住这个观点。

对熟悉的事物过度自信

你认为这不会在现实世界中发生吗？我们来看看近期发表在《心理学与金融市场》的一些研究成果（www.psychologyandmarkets.org ）。

首先，迈克尔·齐尔卡（Michael Kilka）和马丁·韦伯（Martin Weber）在研究“国际股票回报预期的主场偏见”中将德国与美国的投资者做了比较。每一组实验者都认为各自国家的股市和股票会更有竞争力，并且宣称各自股市的未来收益比国外市场的收益要高。

原因只是他们认为自己熟悉的股票上涨的可能性要比不熟悉的股票高。但理论上，如果你对其他的市场了解不多，凭什么会认为自己国家的股市的表现要好呢？导致这种比较偏见的原因是什么？答案是，他们对其他股票的无知，对他们做出判断不会造成影响。

你认为这种偏见只会发生在小投资者身上吗？再想想。这篇研究发现，同样的偏见也会发生在专业（机构）投资者身上。研究显示这两类受测试的人群对自己熟悉的股票的估值比那些陌生或不熟悉个股票的估值要乐观。

齐尔卡和韦伯接着引用了其他研究来支持这项观点。西斯和特维尔斯基证明“在对两个机会均等的事件中做出判断时，人们大体上会倾向于认为与自己相关的那个事件会赢。如果两件事都与自己无关，那么他们会基于概率来做判断。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也是各地的赌徒基本上会在当地的马（按马的种族来划分）上押的赌注高于外来的马的原因。这也是赌徒们知道我们当地的市民押在达拉斯牛仔队身上的赌注要高于西雅图海鹰队的原因。我们每天都在看各种研究和论文，对“我们队”的情况了解得越来越多。随着认识的加深，我们会认为“我们队”获胜的概率大增。当然，即使你不是来自达拉斯，也有可能陷入这种不理性之中。这种的氛围在世界上的各个角落都在发生。

这不仅仅是德国对美国的事情。齐尔卡和韦伯提到另一项在1996年完成的研究，这项研究表明机构投资者在对待日本和美国时的表现一模一样。而另一项研究显示，对一只股票的研究越多，我们越有可能对其产生乐观的态度，也越有可能让自己融入到这个股票之中，让自己相信自己的分析研究。

对一只股票的了解不会滋生轻视，反而会产生信心。更严重的是，我们将会在下一个研究中发现，给以足够的时间，了解甚至会滋生不理性的信心。骄傲使人失败，先贤告诉我们。过度的信心会导致股市的失利。这两种情况都让人痛苦。

投资者反应过度的证据

通常需要很多年的时间，股市的价值才能够在熊市中跌到足够让牛市启动的水平。为什么需要这么长的时间？当熊市来临的时候，为什么股市不会马上跌到低位呢？



自己喜欢的股票，投资者通常会对其好消息反应过度，对坏消息反应迟缓；如果投资者不喜欢的股票，情况则正好相反。过去的看法会影响到未来的表现。而改变这些看法，需要时间。

大卫·德雷曼（投资分析领域的耀眼巨星）和艾瑞克·卢福金（Eric Lufkin）在2000年的一项研究中证明了上述的观点。这份名为“投资者的过度反应：这种偏见源于心理学的证据”的优秀作品对投资者的行为进行了分析，揭露出投资者的看法对投资者个人来说，比事情的本质更重要。我们现在详细分析这项研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任何给定的年份里，总有一些股票受人追捧，这些股票的高估值和不断攀升的价格就是最佳的证据。而另一些股票则备受冷落。雷德曼和卢福金分析了1973—1998年的4 721家公司的数据。根据公司股票的既定市价，他们将每年的股票数据分为五类、或五个20%的区间。他们分别研究了各公司的市净率（Price to book value，P/BV），股价现金流比（Price to cash flow，P/CF），以及传统的市盈率。用这三种不同的方式来分析任一给定年份的股票价值，可以消除只用其中一种方法来衡量价值时可能出现的偏差。

将这三种衡量标准做分类出来的前20%与后20%的公司作为股票投资的“组合”。你可以将这个组合看成是证券基金创造出来买入股票的“组合”。接着研究者们开始寻找这个“组合”过去10年与未来5年的数据。他们能够收集的数据可以支持85个类似的投资组合或基金。首先研究者们分析这些投资组合与市场或所有股票的平均水平的相关性。接着他们依照五个基本的投资标准来分析这些投资组合：现金流增长率、销售增长率、收益增长率，股票回报率和利润率。他们这样做是为了看之后能否找出其中一个因素与股票的表现呈相关性。

以下是我对他们的研究最重要的部分的看法。

首先，前十年里“表现出色”和“表现糟糕”的股票都会被纳入组合之中。几乎就是在投资组合刚开始形成的时候，股价的表现就发生了相应的改变，而且变化惊人。那些前期大受追捧的股票在接下来的5年里表现不佳，而之前不受宠的股票却表现出色。

我必须指出的是，在雷德曼和卢福金未加引用的其他研究中，证明投资者的表现比我们最初所认为的更接近这些模型的表现。这是因为投资者更倾向于追逐股价的表现。实际上，股价越高，其上升的速度越快。因为越来越多的新投资者会投入其中。达尔巴公司在1995年发表的研究（“投资者行为的量化分析”，www.dalbarinc.com），以及其他的很多研究都显示，投资者的表现与证券基金的表现很不同，因为投资者更容易追捧最热门的基金，当基金的表现不如意的时候倾向于买高卖低。我们在后面会看到，这里的关键词是“预期”。其他的研究也证明投资者易于追逐最近的热门股票，避开表现不佳的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。因此，用五等分法将表现最好的20%以及最靠后20%的股票进行分类，成为一个神奇的镜子，照出了真实世界里发生的事情。

为什么这种“追逐热门股票”的事情会发生呢？雷德曼和卢福金告诉我们，原因就是投资者过分的自信，认为前十年股票基本面的趋势会一直持续，“因此对‘最好’和‘最坏’的股票价格存有预期。投资者喜欢预测未来的情况与近期的情况相差不大，也就是说，他们认为自己喜欢的股票基本面会越来越好，而冷门的股票基本面会越来越差。这种预测导致热门股票被高估，而冷门股票被贬值。用过去的结果来推断未来的趋势，以及对未来的精确预测的高度自信是金融上最常犯的错误。”

还记得本章开始的时候提到的研究吗？我们对一支股票的认识越多，就越觉得自己有能力分析这支股票，也愈加确信自己的判断是正确的。

因为大家没有见到图形，我在这里描述一下。与预期中的一样，相对于整体的股市而言，那些热门股票的基本面在前十年里一直在稳定地改善。但股价上升得很快，比基本面改善的步伐要快多了，尤其是在后期，股价明显在加速上升。而且看上去股票表现优异的时间越长，投资者就会对其后期表现越有信心，因此也更愿意支付越来越高的价格。而对于冷门的股票来说，情况恰好相反。即使冷门股票中有很多股票的基本面在缓慢地进步，但相对于大市来说还是在拖后腿，因此市场用更低的相对价格来惩罚这些冷门股票。

在投资组合制定好的前五年，各组股票的趋势已经形成。而这五年里，股票的表现只是在强化趋势本身。这也强化了大家对这类股票的认识，以及增加对股票未来表现的信心。重复一下，过去的（不断的累积和强化的）看法提高未来股价。

就算戴尔电脑的收益不可能一年增长50%或通用电气的收益不可能永远以15%的复合增长也不要紧。我们讲过很多次，投资者永远会忽略掉“过去的表现不能代表未来的结果”这句老话。我们也不是在说戴尔电脑或通用电气不是伟大的公司。他们确实是伟大的公司，但是他们的股票价格，以及所有其他热门股票的价格，都太高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“投资组合”制定好的前十年里，表现出色的股票到底比表现不好的股票要出色多少呢？表现最好的股票的市净率高出大市187%，而表现最差的股票的市净率低于大市79%，两者相差266%。如果用股价现金流比来比较，最好与最差的股票相差172%。

而在“投资组合”制定好的五年里，曾经的热门股票的市净率和现金流比分别低于大市26%和30%。曾经的冷门股票的市净率与现金流比分别优于大市33%与22%。这是股票趋势的超级反转。

到底发生了什么？是曾经是趋势终止了吗？曾经的冷门股票终于齐心协力地努力起来，使得各自的基本面变好了吗？答案令人吃惊——“并非如此”。

雷德曼和卢福金发现“股票的基本面并没有随着股票的收益的改变而改变。也就是说，当热门股票的表现开始下跌的时候，其基本面并没有什么显著的恶化；一些股票的基本面甚至还在变好……而表现“最差”的股票在这15年里的基本面都比大市和表现“最好”的股票要差。”

在一些情况下，表现不好的股票的趋势也会更加差劲。即使冷门股票的相对表现比前五年要好，但其现金流的增长率却从14.6%降低到6.6%。而表现最好的股票的现金流增长率指下跌了6%，是上述表现不好的公司的两倍。下面请仔细的阅读雷德曼和卢福金的发现：

*因此，虽然股票的回报（股价）有明显的改变，前十年里表现不好的股票在这五年中的股价在持续上涨，但其基本面并没有明显的改变。几乎每一个组合（进行检测的范围），***成长型股票的基本面在“投资组合”制定好之前和之后都优于价值型股票***。*

尽管最好和最差的股票的收益（股价）出现很大的反转，它们的基本面并没有出现相应的反转。

实际上，大多数情况下，成长型股票的基本面继续向好，而价值型股票的基本面愈加恶化。那些数据和图表清楚显示，即使是在“投资组合”制定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后的五年里，成长型股票的基本面压倒性地打败了价值型股票。

然而，它们的股价却出现了明显的改变。如果基本面没有出现明显的改变，那到底是什么发生了改变呢?

雷德曼和卢福金探讨了另一篇文章，这篇文章显示“即使收益出现很微小惊喜，也能够激发持续很长时间的对股票收益的看法改变。”他们证明，热门股票的一个负面消息不仅能够让当年的股价大跌，这个跌势甚至会持续四年。他们同样也证明，冷门股票的好消息不仅能使当年的股价上涨，同样这个影响会持续四年。他们将这个解释为惊喜之后，投资者的预期发生巨大的改变。

那么，反应过度出现在什么时候呢?是出现在正面或负面消息的发生而导致了股票价格上升或下跌（与基本面相关）的几年里，还是在消息出现后马上就出现应激反应呢?

其他的研究显示，分析师（与投资者相对）对收益改变的反应比较慢，因为他们调整收益预期的速度很慢。即使在收益出现下跌的9个月之后，分析师的预测还是很高。

是被冲昏了头还是失态



雷德曼和卢福金接着写出他们的分析的精华所在。对他们来说，反应过度和反应不足都是同一过程的不同表现形式。反应过度出现在股票见顶的前几年。人们对某一条件或趋势越有信心，趋势持续的时间就会越长，因此当趋势被破坏时，相应的校正会越深刻。

股价的反转并非源于基本面，也不是风险。很多的研究表明价值股的风险较低。

“我们得出的结论是”，雷德曼和卢福金写道，“导致股价反转的主要原因是投资者的心理，确切地说，是投资者的反应过度。”

但他们接着指出，当股价出现调整时，我们却会反应迟缓。因为不喜欢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负面消息，我们倾向于将负面消息看成是意外事件。我们认为，事情很快会恢复正常。我们没有降低对成长型股票的预期（反之亦然），结果是另一个意外的出现以及对此的过度反应。这个过程显然需要很长时间。

就像雷德曼和卢福金在结论中提到的，“（最初的）调整很明显，而且如大家所料的，很强烈。但初期的调整并没有让股价跌到其真实的水平。这之后，由于反应不足，这一过程会持续进行（接下来的5年），股价会逐渐地但持续地跌到真实水平。”

这项研究清晰地显示，估值过高的股票需要花很长时间才能“落地”或回归趋势。我想，这不也适合估值过高的大市吗？这不正好可以解释熊市总会持续很长时间吗？这不就是一只股票的收益下跌不会影响整个股票市场，而一系列的事情和衰退缓慢地改变了绝大部分投资者的预期吗？

所以我的观点是，我们现在处在一个长期熊市的起点。这些周期需要很长时间才能完成，从8年到17年不等。我们现在才是熊市的第四年，股价依然很高。下一个意外或失望不知什么时候就会发生。这也是我们称之为意外的原因。如果下一波的经济衰退出现，那么股价会再减少一个支撑点，跌到最低点，形成熊市的底部。

由于投资者对市场的高度自信，以及上一次长期牛市的长度，我们可能需要不止一次的衰退以及很长的时间才能形成本次周期的真实底部。底部一定会出现的。

弗朗斯/法玛相关性

1992年，诺贝尔经济学奖的得主尤金·法玛（Eugene Fama)和肯尼斯·弗朗斯（Kenneth French）在《金融杂志》上发表了一篇文章。这两位教授研究了1963年年中到1990年，纽交所、美国股票交易所以及纳斯达克股市的所有股票。他们试图从中找出其中最便宜的股票和最昂贵的股票之间的差别。研究发现，买入价值型股票是投资最有效的方法，尤其是在熊市。

正如图16—1所示，股价最低的那10%的股票的表现，是股价最贵的10%的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的两倍。而股价最低的那10%的股票在1963年年中到1990年的回报率是最贵的股票的2.5倍以上。

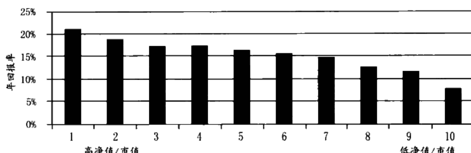


图16—1　用净值/市值作为回报做预测

资料来源：罗伯特·A·豪跟，新金融：与高效市场相左的案例，第二版。萨德尔河上游，新泽西：普伦蒂斯·霍尔出版社，1999年。

第二，研究显示，一支股票的价格与其资产和股票未来价格的表现有直接的线性相关性。

图16—2所给出的内容更有趣，价值型股票股价的波动远比最贵的股票要小。这也不是说价值型股票的价格不会出现波动。在一些章节中，我们会看到巴菲特的一些著名的警告，他曾根据相同公司的股票与债券的相对价格而在1978年鼓励大家买入股票。这很明显是一个稳赢的方法，不管是从逻辑的角度还是从时间的角度。但几年之后，如果你还紧随他在2001年写下的劝告，提前入场，那“你可要受点苦头了！”耐心等待，总有回报，但过程实在是令人倒胃口。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

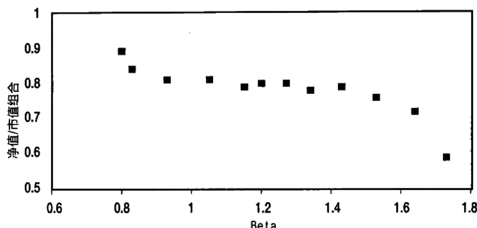


图16—2 以beta系数进行排列的净值/市值组合

资料来源：A·法玛和K·弗朗斯，“预期股票回报的解剖”，《金融杂志》1992年6月，图II。

再来讨论这项研究，威廉·伯恩斯坦（William Bernstein）曾在《效率前沿》中提到弗朗斯/法玛的文章的重要性：

十年前的这个月里，尤金·法玛和肯尼斯·弗朗斯发表了一篇轰动全球的文章。这篇文章现在依然在董事局和交易大厅里回响。尽管大多数投资者没有注意到，但其影响仍然可以从人们邮箱中的投资对账单中找到。

这篇39页的论文……于1992年6月发表在《金融杂志》上。这篇论文并非闲庭适步；就算杂志的读者大部分都是精英，如果没有经过反复阅读，再与同僚们进行讨论，我很难相信大部分人能够读懂其中的含义。

这篇文章的重要性，体现在三个层面上：

投资于美国股市的分散投资组合的逐月表现可以从3个方面加以解释：组合相对大盘的表现，小盘股，以及价值取向（即后来我们说的市净率）。简单来说，“只要告诉我一个投资于美国股市的投资组合的回报是多少，几乎所有情况下，我都能基于上述的3个因素来解释回报表现；而到底投资了什么股票并不重要。”以及，“顺便说一下，在不知道投资组合的真实组成的情况下，我只用看它的回报就能告诉你投资组合的平均市价以及市净率。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……更重要的是组合的大小和价值因素，因为这些可以抵消风险，取得积极的回报。因此，价值型股票应该比成长型股票的回报率高，小型股股票的回报率比大型股的回报率高；小型价值股的回报率是所有类型的股票中最高的。这个模型不适用的地方是小型成长股，按照经验，这类股票的的回报率比预期回报低很多，在这4种股票中（大型成长股、大型价值股、小型成长股、小型价值股）表现最差。

伯恩斯坦接着展示了投资者在看了弗朗斯/法玛的文章之后，依照其中的概念行事的话，会发生什么事情。在接下来的6年里（从1993年起），你的表现应该会不错，但你的小舅子投资在"雅努斯20"的投资回报却胜过你。

1993年1月—1999年12月的年度回报	
小型价值股	13.90%
小型成长股	16.92%
大型价值股	15.72%
大型成长股	21.64%
威尔什 5000	20.47%

但再过三年，情况会怎样呢？熊市出现了。我希望你能注意到，即使在这期间小型价值股的价值上升，这段时期股价的波动性要远高于牛市时期。除了小型价值股之外的其他类型的股票表现均不佳。

1993年1月—2002年4月的年度回报	
小型价值股	15.23%
小型成长股	8.20%
大型价值股	10.43%
大型成长股	11.08%
威尔什 5000	11.69%

价值要靠自己找

每一位价值型基金经理和投资者都有自己的投资理念，但他们骨子里都信奉本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和大卫·多德（David

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Dodd）在1934年发表的《证券分析》。这本书晦涩难懂，所以这里我更推荐格雷厄姆另一本比较浅显的书——《聪明的投资者》。

但对不熟悉一些投资名词的人，我这里简单地解释一下我对“价值”的定义。我们从统计学名词“格雷厄姆数”开始。格雷厄姆数是指公司的流动资产减除所有负债，包括期权负债。这个数据告诉你一家公司在清算时的真实价值。

如果一家公司的市值（公司发行的所有股票乘以每股股价）小于格雷厄姆数，那么当这家公司破产或清算时，其价值高于股市里愿意给出的价格。通常这是有原因的，但研究显示大部分情况下都是这家公司的股票对绝大部分投资者来说太没吸引力了。

丹·费瑞斯（Dan Ferris）在2002年11月份的《极端价值》上写道：“1988年，德保罗大学的教授约瑟夫·吴（Joseph Vu）想了解格雷厄姆数在获利投资中的效果。在他的研究中，吴教授假设，当一支股票的价格跌到格雷厄姆数以下时，就会有人买人，并在两年后卖出。吴教授发现的结果能够让你变得比巴菲特还富有。你知道巴菲特的年复合收益是22%，而吴教授的研究结果显示，在股票价格跌到格雷厄姆数以下时买入股票并持有两年的策略所带来的平均年回报能够超过24%。”

我们接下来会用几页纸来介绍其他研究，这些研究支持了价值型投资的表现一直优于成长型股票投资的结论。在投资研究的文章中这种例子有很多。我们会看到，这些研究如此的不证自明，让我们不禁怀疑，“为什么？”这就像是在回避现实：“那为什么泡沫还是会出现呢？”为什么某些时期（长期牛市）股市会出现巨幅的上涨，然后另一个时期（长期熊市）会紧随其后？为什么人们会一直投资那些从历史的标准来看已经严重高估或者严重超过其真实价值的股票呢？

部分原因是有人将这类股票卖给了投资人，但这个答案不能令人完全满意。没有人强迫整个世界以及历史上所有的投资者如此疯狂地参与股市。因此部分原因可能是投资人知道得不多，但所有的证据以及市面上的出版物都表明，我们很难将投资者的糟糕记录归于无知。还有一部分原因是股市简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地反映出经济的繁荣与衰退周期，尽管股市多半不会增加，但至少会扩大经济的影响。但我认为，肯定还有其他的原因。

投资人的这种情况在全世界各种文化以及历史上都存在。是什么促使了我们人类做出这样的事情呢？

现在，我们开始查看投资心理学，为什么我们会犯下错误，我们如何避免犯错。然后我们会继续讨论牛眼投资法。最后，我们就会做好准备，做一些违反直觉，但作为一个成功的投资者必须应该做的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

切入内心的投资心理学



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我的未婚妻反复告诉我，疯狂就是一遍遍地重复做同一件事，去体验不同的结果。《大众幻想和群体性癫狂》是一本描写股市历次投资泡沫的畅销书。大众幻想和群体性癫狂似乎一直都在重复发生。丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)因展示了投资者的非理性而获得了诺贝尔经济学奖，投资者是非理性的，这一点已经是众所周知的事实，而且他们的非理性其实是可以预测的。在心理学中有一个分支，研究可预测的非理性是否具备生理方面或者进化方面的理由。

至少对我个人来说，有一个事实是显而易见的，即我们绝大多数的社会基本结构在适应现代快速发展的世界时遇到困难。比如，我的孩子们面对的外界形势和压力就和内战期间的祖辈们所面临的情况很不同，与我的那些生活在中世纪欧洲的祖辈（可能是农民，至少我父亲这边的亲戚是这样）更是迥然不同。

然而，我能够分辨出我对孩子们的问题的应对方式传承于我的父亲，而我的父亲又是从他的父亲那里学到的这种应对做法，由此可以不断追溯到父亲的父亲的父亲。这是文化上的紧密融合，我们在这里不严格地将家庭行为风格理解为一种文化现象。这就是为什么我们强调家族特质，而不是将其赋予民族或者地区。

尝试用17世纪的方式抚养21世纪的孩子，即便不会带来破坏性结果，这种做法也是没用的。我知道，有些人喜欢重提旧时那一套做法的优越性，但很少有研究支持过去的家庭教育是有益的。难道我们真得希望自己的女儿在十几岁时就嫁给那些她们不喜欢的、由家庭选择的男人？或者限制我们的儿子只能从事家庭选定的职业？在现代文明背景下，我们如何向他们灌输旧的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值观呢？这只是因为我适应了这些延续下来的家族偏见，我甚至希望能够让孩子们去适应这个对他们和他们的孩子而言变化越来越快的世界。

我知道这和经济学与投资也并无差异。我们自己在丛林时代就具备了一套生存本能、价值观和偏见，然后又把它带到了农业社会的小社区中。正如我们将要看到的，这些东西在投资世界里并不一定有用。实际上，这些令人纠结的做法，是导致投资者犯常见错误的主要原因。本章我们会依次讨论这些做法，检讨我们为什么要那样做。

本章的内容主要基于詹姆斯·蒙迪耶的大量令人印象深刻的研究报告，他是位于英国伦敦的德莱纳—柯兰沃特—瓦瑟斯坦研究所的全球股权策略师。他是被高度评价的通俗书《行为金融：非理性心理和市场的真谛》的作者。他出版了大量投资决策过程的神经学和心理学因素方面的书籍和研究报告。他允许我大量引述他的作品，还大方地让我采用他的一些论文来写作本章。我编辑了其中的一些图表和案例，但是多数的资料和结论都是他多年专注研究的丰硕成果。

蒙迪耶是一位训练有素的经济学家。他在过去的十年里一直投身于金融市场，部分时间是在日本和中国香港工作，因此积累了扎实的熊市经验和训练。他也曾从事过一部分学术工作，在一所英国大学里教授行为金融学。我不愿说出来的是，他只有32岁，却已经发表了大量的高质量作品。①

让我们开始这个我认为会让你们成为牛眼投资者的重要的投资旅程吧。我认为，你们在学习蒙迪耶非常重要的概念的过程中，收获的不仅仅是一些恍然大悟的惊叹，我相信还有更多有益的东西在等待着你们去发掘。

① 在我们开始之前，请允许我提示一下，我们将探讨一个称为“演化心理学”的领域。对一些读者来说，演化一词充满了矛盾。就我们的讨论和结论而言，这是演化过程的心理活动，还是造物主在开始时就创造出的，都无关紧要。这不是关于宇宙目的论的一部神学巨著。我们不是在探求钟表是怎样做成的（或者谁何时制造了钟表），而是想知道它是怎样工作的。尽管我们解释了我们为什么是这样的，要铭记在心的重要的事却是我们的思考如何造成了投资失误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误清单

人类的头脑更擅长做出与生存相关的基本决策，而不是选择股票或投资标的。通过归纳一些结论，我们将看到，正是人类的情绪掌控着头脑：如果你花时间去分析一个局势，你很快就会放弃。撒腿跑开或者僵直不动，是人类面对恐惧的基本反应。我们都知道，在恐惧的时候，任何关于投资的决策都不会是最佳的。问题是，这不能靠简单地控制情绪，实际上，我们将发现，如果不借助情绪，人类无法做出决定。我们在做决策时都要经历一个过程，对这个过程应该加以调适使其适用于投资世界。我们需要发展出自己的“史波克”[2]，让我们能够控制情绪达到平衡。

我们下面会探讨两个领域的研究成果，看看是否能够得出一些关于情绪控制的独到观点。

演化心理学家要求我们理解“人类的大脑是为适应环境而形成的，而不是为了寻求真理”，这句话是史蒂夫·平克的原话。也就是说，我们的大脑最适应的是过去的环境，那时我们面对的主要是生存问题，而不是今天面临的这些问题。

现代工业社会的诞生距今只有大约300年，发展的时间只不过是几百年。在此之前，是几千年之久的农业社会，形成了主流的社会结构。



神经心理学研究大脑，试图确定大脑的结构（比如左右半脑）如何影响人类的决策。简单的事实是，当我们达成决定时，我们会出现失误。心理学家花费了多年时间记录和分类人们常犯的错误，他们发现来自于不同的文化和国家的人，结果是惊人的一致。

大卫·赫舒拉发（David Hirschleifer）认为多数错误可以归于四个原因：自我欺骗、类比简化、情绪、和社会互动。蒙迪耶认为还可以更简化为三个基本情形，导致了发生错误的偏见或条件。

② 译注：“星际迷航”中的虚拟人物，具有半人半神的特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分类学是一门根据动物或植物先天存在的自然关系进行分类的方法。我们都很熟悉那些图表，它们把世界分成了哺乳动物、鸟类、爬行动物等，在每个组别下面还有很多不同的子组。蒙迪耶对形成人类决策和错误的偏见进行了分析。还记得上一章我们讨论过的“主场偏见”吗？仅仅因为这个人碰了一张牌，那张牌就显得对他更重要，这种逻辑错误也可以是由其它偏见造成的。

图17—1的标题是“偏见的分类”，尝试对三大类的主要偏见进行分类。这张图展示了已经发现的各种偏见，并提示对投资具有直接关联的偏见。先不必马上去看这张图，稍后我们会更进一步说明。

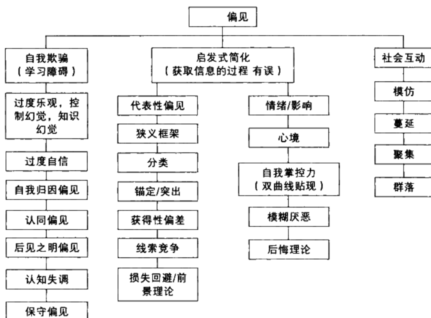


图17—1 偏见的分类

资料来源：大卫·赫舒拉发、《投资者心理与资产定价》，《金融杂志》第56期（2001年）；德莱纳-柯兰沃特-瓦瑟斯坦研究所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个谎言需要一百个谎言去圆

先从自我欺骗说起。我们觉得有必要纠正行为，为行为找到理由。大脑会为行为编制一套谎言。如果我们不了解真相，我们就去编造。神经科学家迈克尔·葛扎尼戈（Michael Gazzaniga）的一篇经典研究显示，人们会对自己说谎。

从感觉的输入到大脑，很多功能是交错在一起的。比如，我们说，大脑的右半部接受来自左眼的信号，而左半脑正好相反。

脑部分离的患者就是那些大脑半球被手术分割的人，通常这是对癫痫病的一种治疗方法（脑胼胝体严重受损）。大脑的每个半球都可以正常工作，但是两个半脑之间没有任何信息沟通了。

1972年，葛扎尼戈发现了让大脑分离的患者用左眼阅读说明书，其右脑对这些信息进行处理，得到了有趣的结果。患者大多能够按照卡片上的指示做出正确的动作，比如“走路”或“大笑”。

然而，当患者被问到为什么要走出房间或者发笑时，用于提供答案的左半脑开始找理由。要记住，卡片上的信息只是进入了右半脑，左半脑本来可以向右半脑探求答案。但是这种“思维联系”被破坏了。比如，当问到患者为什么要走出去时，他声称自己想去拿一瓶可乐。当问到为什么他要大笑时，一位患者答道，“你们这帮人每个月都来这里测试我们，你们真够无聊的啦！”



要留意的是，只有两个半脑之间的“思维联系”被切断了，情绪联系[③]还保持在一个基本的水平。

不仅脑分离的患者会为自己的行为找合理的借口。1977年，尼斯比和威尔森展示了许多对的女袜，让一群女士挑选她们最喜欢的一对。当问到她们为何做出这样或那样的选择时，她们的理由千奇百怪，提到了袜子的纹理和透明度，事实是每双袜子都是完全一样的！

③ 源自大脑的一个古老和潜藏的部位——前连合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种事情在岁数很小的时候就发生了。父母可以回想起，当问到孩子们为什么要做某件事时，答案总是各式各样、充满了创意。这种情况会延续到十几岁的时候。妻子们知道丈夫们擅长于此。注意，这和单纯的说谎话是不同的。这些有问题的成年人实际上相信他们所说的故事和想法是真实的。

究竟自我欺骗是如何成为进化赢家的呢？有两个方法可以有助于解释人类具有欺骗自我的天生倾向。首先，在我们的社会生活中，辨认欺骗者的能力是有用的。

在人类史上，智人似乎是结群而居的。实际上，即便是我们在进化上的祖先南方古猿也是群居的。群居生活的逻辑显然存在于祖先进化的环境中。

社会生活的首要优势是在数量方面的安全性。实际上，这样的行为也可以在今天的黑猩猩里看到。其次，人类是高效的猎食者社会。食物被分享以降低整个食物链的变动。保护吃白食的人或者为其提供食物分享对于群体来说是个负担，因此分辨欺骗者的能力就变得有用了。

关于人们分辨欺骗者的技能，柯斯米德和图比建议我们看看华森选择实验（一种测试系统）。他们推荐了两种测试。首先让我们看看图17—2中的4张卡片，每张卡片的一面印着字母，另一面印着数字。如果我告诉你，如果一张卡片的一面印着元音字母，那么这张卡片的背面一定印着一个偶数。你打算掀开哪张卡片来确认我是否说得是真话？

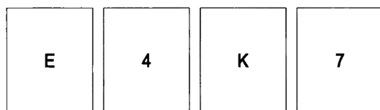


图17—2 选择测试

在我给出答案之前，请先想一想。如果你被一家夜总会聘用担任吧台经理，而那里不允许未达到法定年龄的人饮酒，任何低于18周岁的人不得饮酒。在图17—3的问题中，每张卡片代表一个顾客：一面写得是顾客的年龄，他或她是否饮酒写在卡片的另一面。你会翻开哪张卡片去证实那里没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有非法饮酒？

这两个问题的答案都是第一张和最后一张卡片。对于后一个问题来说，答案是很明显的。你只需检查那些喝酒的人和未达到法定饮酒年龄的人。在第一个问题里，只有两张卡片有可能证明我在撒谎。[4]

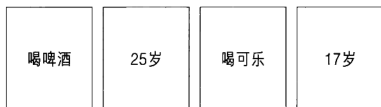


图17—3　选择测试

柯斯米德和图比做了许多控制实验，确保欺骗者筛选问题的框架没有偏离其研究的核心，两个实验都证实了他们的发现。人类是一种非常有效的可移动的测谎机！

当然，要留意框架的重要性。我们发现看透信息展现在我们面前的方式，是相当困难的。大脑有效地模块化了；如果问题以一种熟悉的方式展现出来，我们能够解决它，但用另一种方式展现出来时，我们就可能变得束手无策。因此，框架可能成为最重要的一种偏见（本章后面还会继续讨论这个问题）。

那么这一切与自我欺骗有什么关系呢？崔沃斯认为，在“移动测谎机”的世界里，最简单的愚弄人的做法是愚弄你自己。为了避免去探测，我们有效地欺骗自己。如果我们没有清醒地认识到我们在说谎，那么就有可能去愚弄那些有动机去筛选这类想法的人。

我们都熟悉那些认为自己很努力工作的员工的问题。他们表现出努力工作的样子，但实际的工作成果却少得可怜。他们只是相信自己是在努力工作而已。对于父母来说，更熟悉的可能是那些十几岁的孩子，他们认为自己在

④ 如果你认为是E和4这两张卡片，那么你会遇到确认偏见，这是在找支持自己的意见，是学习的障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力学习，但是成绩却还是那么糟糕，而把责任归咎于老师。

当然，知道这个事实对我们是有好处的，但是，这是隐藏在大脑中受到严密保护的部位，远离大脑有意识的部分和公众。

关于自我欺骗的第二个进化原理来自泰勒和布朗的研究。他们不认同心理学家的常见观点——经过调适的人会置身于精密现实的测试中。关于心理健康的一个粗略定义是经过调适的人可以准确看到存在的事物。泰勒和布朗进而认为“积极的幻觉，即不现实的自我评估，夸大了控制和掌握的感知，和不现实的乐观主义”实际上对于心理健康和幸福而言具有正面意义。

在另一篇论文里，弗里曼发现大多数人都会声称自己在多数时候都是幸福的。大约七八成的被调查者认为他们处于中等或者很幸福的状态。而大多数人相信别人只是刚达到幸福的平均标准，六成人相信自己比大多数人更幸福。弗里曼将高自我满意度和高控制度联系起来作为幸福感的相关因素。

泰勒和其他一些作者发现了，某些群体（如癌症患者和艾滋病感染者）可能会受益于积极的幻觉。相信自己更健康或者比别的患者状态更好的人，有可能会减轻病痛。

总之，泰勒发现的是中等程度的自我欺骗，这种现象出现在自我评估和类似的过程里，和心理学家对心理健康的工作定义有较好的符合度。事实上，那些被心理学家界定为中度压抑的人，缺乏大多数人所具有的积极的幻觉。泰勒和布朗指出，这些人都倾向于同时回忆正面和负面的相关信息，两者在他们的行为表现中体现了更大的不偏不倚性，显示了自我评估和外界评估之间的高度一致性。他们总结道，“简言之，不仅仅是调适很好的个人，也包括那些承受了主观压力的人，他们更可能用一种相对客观中立和平衡的方式去处理与个人相关的信息。”

因为幸福，所以调适很好的人更可能拥有家庭，既然心理健康是一项重要的健康特征，自我欺骗会帮助个人成为竞争中的优胜者。

我们下面将检讨11条源自上述力量的指导方针，去克服常见的投资错误。我们先检讨这些问题，再给出和自我欺骗相关的解决方案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 你知道的比你认为知道的要少

经济学家喜欢假设人类会从他们过去的错误中吸取教训。心理学家发现，学习本身就是一个具有欺骗性的过程。很多自我欺骗的偏见倾向于限制人们学习的能力。比如，我们喜欢把好的结果归因于自己的能力，把坏事归于运气不好。这是自我归因偏见（self-attribution bias）。当我们受到这种偏见的影响时，我们无法从错误中学习，这是因为我们根本不愿意认错。更糟的是，我们会编造理由欺骗自己。

最常见的两种偏见是过度乐观和过度自信。比如，当老师问一班的学生谁可以排在最好的那一半名次时，大约会有80%的学生认为他们可以！人们不仅会过度乐观，也会过度自信。人们总会比自己预期的那样经历更多的惊奇。比如，当你请别人对某事件或情势做出预测，并请他们说出有98%的把握的预测结果时，我们发现，他们的预测准确度只有60%～70%！那么，当我们只有75%甚至只有一半的把握时，会出现什么样的结果？

过度乐观和过度自信可能源于控制幻觉（illusion of control）和知识幻觉（illusion of knowledge）。后者是说，人们倾向于相信更多的信息可以提高其预测的准确度。这个误解非常具有危险性，正如历史学家丹尼尔·布尔斯廷（Daniel Boorstin）所说，“发现的最大障碍不是忽略，而是知识幻觉。”简单的事实是，更多的信息并不必然是更好的信息。重要的是你用信息做什么，而不是你拥有了多少信息，这很关键。



这就引出了第一条指引：你所知晓的要比你认为自己所知道的东西要少。

控制幻觉是指人们相信他们对于不可控制的事件的结果具有影响力。比如，相比机选号码，人们愿意在自己挑选的彩票号码上花更多的钱。人们更愿意在抛硬币之前下赌注，而不是等到硬币抛完落地之后再赌。尽管硬币落地之后仍看不到是哪面朝上，人们看上去相信自己能够影响硬币在空中旋转似的。信息再一次起作用了。你拥有的信息越多，你越可能觉得自己控制了很多东西。

过度乐观和过度自信有可能结合起来。它们会诱使你高估自己的知识，低估风险，夸大自己控制局面的能力。这导致了武断的预测（过度乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观和过度自信）和大意的选择（低估风险）。我们可以用下面一句话来说明这种偏见：

- **不要对自己的观点过度自信；应做出有弹性的预测和严谨的选择。**

人们也倾向于顽固地坚持一个观点或者预测。一旦某种局面已经形成，大多数人会发现他们很难放弃既有观点。即便看法有了变化，这种改变也是非常缓慢的。心理学家称之为保守偏见（conservatism bias）。⑤

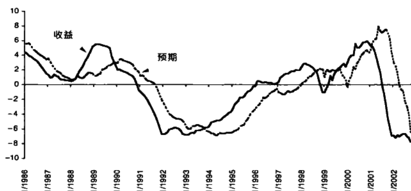


图17—4　分析师的滞后现实

资料来源：德累斯顿佳信投资银行研究所。

图17—4 展示了分析师预测中存在的保守偏见。我们从运营收益和分析师的预测值取出一段线性时间趋势。粗略地看一下这张图，就会发现分析师特别擅长告诉你刚发生的事情。他们太过于沉溺于自己的观点，所以只在错误的证据无可置疑地出现时，才会做出改变。⑥

投资者应该注意到分析师都是专业人士，我们倾向于把他们看作是像会计师那样坐在那里查阅报表，检查数字，计算大量数据并给出有价值的结论。而现实情况却是，他们也是人，他们的人性都显示在其预测中了。

⑤ 这种偏见会导致锚定，后面还会讨论这个问题。

⑥ 这也证实和解释了本书之前提到的研究成果，即分析师的预测记录是相当不堪的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就引出了我们的第三条规则：

• **不要沉迷于某种技术、工具、方法或者观点。弹性和实用主义是现实生活的秩序。**

我们都希望查阅到的信息能够支持我们的观点。这种对于认同而不是拒绝的渴求，被称为认同偏见（confimatory bias）。经典案例是前面提到的四张卡片的测试。如果你还记得的话，每张卡片上都有一个字母符号，它们是E，4，K，7。如果有人告诉你，如果一张卡片的一面印着元音字母，那么这张卡片的对面一定印着一个偶数。你需要翻开哪张卡片来验证那个人的说法是真还是假呢？

你知道答案是什么。但是大多数人会去翻印着E和4的卡片（不好意思，我就是这样干的）。正确的做法是翻开印着E和7的卡片。只有这两张卡片才能证实那个人是否说的是真的。如果你翻过7的卡片的另一面看到的是元音字母，就证明那个人说了谎。而翻开印着4的卡片，你什么也证明不了。如果你看到的是一个元音字母，这只是说明结果与我之前的说法一样，不能证明什么；如果你看到的是一个辅音字母，你仍然没有证实任何事情。因为那个人说的是印着元音字母的卡片的另一面是偶数，并不是说一面有偶数的卡片的另一面一定是个元音字母。问题框定了我们的答案。



翻开4，人们显然是在寻找与自己观点相同的信息。我们的天性就是喜欢听那些认同我们观点的人的话。听到我们自己的意见经过别人的口又回到我们身边，这种感觉很美妙。我们因此会获得暖乎乎的满足感。

这和人类对于确定性的追求密切有关的。很显然，我们倾向于和那些与我们想法接近的人结交，由此确认我们的判断和观点是正确的，无论在投资、政治还是宗教信仰方面，我们都是这样的。这只会加强我们陷入绝对错误的观点的趋势。

不幸的是，这不是做出最优决策的最佳方法。代之以听取那些回应我们的观点的人的意见，我们应该：

• **听取那些不赞同我们的人的意见。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市论者应该听听熊市论者的看法，反之亦然。你应该坚持这种做法，这不是说要你改变自己的观点，而是让你知道站在对立面的人的意见是什么。

我们最后要讨论的与自我欺骗有关的偏见是后见之明的偏见（hindsight bias）。事情过后再往回看，一切都显得那么简单、容易理解和预见。这就是后见之明的偏见——人们倾向于在知道了结果之后，却想当然地认为自己可以提前预计到这种结果。最贴切的例子是过去几年的美国股市。现在几乎每个人都同意美国股市经历过了一次泡沫，但是在1999年或者2000年的时候，将其称之为泡沫，要比今天这样说困难得多！这种相信我们能够“预测”过去的能力，导致了远甚于过度自信的偏见。这就引出了第五条规则：

- **你不会从头到尾地了解一件事情；你只是觉得你可以而已。**

在我们结束这一节对自我欺骗的讨论前，让我们从一个方面看看信心对于投资成功的必要性。阿尔伯特·王在其2001年发表在科学院的《金融媒介杂志》上的文章“过度自信，投资者情绪和进化”中提到，最低限度的自我欺骗可能是一种稳定的进化策略。王采用了演化博弈论来研究证券市场的种群动态。在他的模型中，财富积累的增长率驱动了进化过程，是天生被决定的。[⑦] 他发现过度悲观的投资者和熊市情绪都无法在市场生存。大量的过度自信的投资者和牛市论者也无法长期生存。而那些具有适中的自信的投资者才能主导市场！

在我们祖先生活的社会里，过度自信的人会死于非命。缺乏信心意味着你将坐以待毙。只有谨慎乐观才是王道。

王要说的是，这个道理在当今的投资世界同样适用。如果你想赢，那么很明显你只有这样做。另外，愿意承担一定程度的波动和风险，也是成功投资者的特征。但是，承担过多的风险会让你很快出局。

⑦ 意指只有数据而不是外部因素能够影响到胜败的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于假设的问题

现在是时候从自我欺骗带来的问题，转向另一类问题，即启发式简化（heuristic simplification）。启发式方法是一种形象的说法，用于指处理大量信息的经验方法。在很多场合，启发式方法提供了获得“正确”答案的合理的捷径，但偶尔也会让我们做出一些奇怪的决定。

举个例子，测量木头的经验方法，比如说2×4块木料是2英寸宽4英寸长（至少在美国是这样）。如果你有10块这样的木料叠放在一起，按照启发式方法或者经验方法，你有20英寸厚的木板。但是，实际的厚度是1.875英寸，所以总的厚度应该是18.75英寸。如果你只是在计算皮卡的拖斗能装多少木板，这个问题就不算什么了。但如果你试图在30个货车车厢里装满木板，你的货运单就会出现明显的偏差。

第二类偏见有效地表达了信息处理过程中的错误。我们不得不承认，我们不能像无限动态最优化的超级计算机一样处理问题，错误也就来源于此。

当面对不确定性的时候，人们会抓住几乎所有可以得到的东西去形成自己的意见。在特沃斯基和卡尼曼1974年那个经典试验中，一些人被问到诸如加入联合国的非洲国家的比例是多少这类常识性问题。在测试者面前，有一个旋转轮盘，上面刻有数字1～100。特沃斯基和卡尼曼负责旋转这个轮盘，让它停在10或者65这两个数上。然后问参加测试的人，他们的答案是比轮盘上显示的数字大还是小，他们认为应该是多少。看到数字10的那组人给出的中值是25，而看到数字65的那组人给出的中值是45！很有效是吧？人们在形成自己的意见时，抓住的是所有不相关的锚。这种现象被称为锚定。



我们从估值的角度考虑一下这个问题。如果缺乏任何可靠的信息，过去的价格就可能成为现在价格的锚。分析师给出的目标价格高于现价的28%，你觉得奇怪吗？

用折现现金流法（DCF）作出的估值总是锚定在现价附近。蒙迪耶提到一些个案，一些分析师会千方百计地让DCF预测的值和现价非常接近，很明显他们是根据已确定的价格来调整其DCF预测值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在做股票估值时，解决这个问题的最佳方法是采用逆向工程DCF法。这意味着，对当前的价格进行解构，看看是否和你的观点一致。比如，美国股市当前的股息率大概是1.5%，假设投资者想获得3.5%的风险加成，而名义债券收益率是4.4%，我们可以看到，只有股息率每年都增长6.4%，才能和证券的当前价格保持一致！然而，只要你改变对风险加成的比例，你想要什么样的数字都可以轻而易举得到。遗憾的是，实证结果表明，这样的增长率几乎是不可能实现的。但是很多分析师都忽略这一点，因为这与他们的偏见不符合。

另一个需要了解的因素是相对估值。所有相对估值的结果都应忽略。因为对于分析师而言，锚定行业的均值，将其作为“正确”的估值，这活儿也太容易做了。比如，早先蒙迪耶也曾被分析师要求给出一个各行业以市盈率、市净率估值的表，这样分析师就可以把手中研究的股票与同行进行对比。这些结果告诉我们，股票是没有真正的“公平价格”的。

锚定的趋向为我们提供了6项规则：

- **忘记市场价，忘记相对估值。认真计算出股票价值（使用反向工程DCF法）。**

当信息出现在人们面前时，我们不容易分辨出信息是如何展示出来的。我们总是从表面上去看，而不是深入其中追究细节。我们来做个测试，请看图17—5，其中的两条线段，哪一条更长？

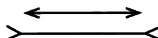


图17–5

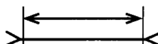


图17—6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人认为底下那根线更长，然而从图17—6的测量中看到，其实两条线的长度完全一样。这两条线的展示方式迷惑了大家。然而，一旦我们加上两条竖线，事情马上就清楚地展现出来了。这种难以透过事情展示的方式看清问题的能力，被称为狭义框架。

想想本书前面提到的伊博森的研究结果，并不是数据错了，数据绝对是准确无误的。问题在于，数据被用于提示今天开始的十年会和过去完全一样——假如投资者对数据有信心，只要继续那样做，就会获利。数据并没有被其他展示出来的研究成果“框住”，显示出估值、利率变动方向、通货膨胀、国际汇率波动以及其他因素有可能以不太令人满意的方式影响市场。

我们来看金融市场的另一个例子。一个容易说明的例子是股票回购。即便我们为了提高总回报而提高了股息的重要性，常见的反驳是，我们忘记了一点，回购已经替代股息成为投资者的陷阱分配机制。

当多数投资者讨论回购的时候，他们指的是已经公告的回购。然而这些对我们没有意义。毕竟我们无法阻止一家公司只是宣布要回购而实际却不那样做。所以我们必须确认回购已经实施。有太多的回购是为了对冲发行（如通过期权计划）和防止股票被稀释。这类回购对我这样的投资者没有什么意义。我只关注那些净回购。图17—7展示了净回购而非公布回购之后，会出现巨大的深跌。



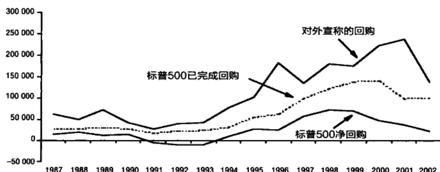


图17—7 净回购与对外宣称的回购

资料来源：德累斯顿佳信投资银行研究所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候回购不是真正的回购？

这类狭义框架现象引出了第七项规则：

- **不要简单化处理信息，要仔细想想信息是如何展示出来的。**

让我们将注意力转向琳达。琳达今年31岁，单身，说话直言不讳而且非常聪明。她在大学主修哲学，学生时代就热心于平等和歧视之类的问题。那么琳达是在银行工作，还是更有可能活跃在妇女运动领域呢？

奇怪的是，很多人会选择后者。但后一个选项的可能性并不比前一个更大。第二个选项只是第一个选项的子集合，子集不可能大于其母集合！

那么出现这种选择到底是怎么回事呢？其实，人们判断一个事情依靠的是事情表现出的样子，而不是根据它们的可能性。这被称为代表性偏见。在琳达这个案例里，那些选择了琳达在银行工作，同时又是积极的女权运动分子的人，没有考虑工作在银行的人的概率要比既在银行工作同时又是女权主义者的概率要大！

代表性偏见在投资领域有很多应用案例。比如，投资者是否认为，好的公司一定是好的投资标的？如果是这样的话，这就是代表性偏见的一个例子。在图17—8中展示了代表性偏见的另一个例子，说的是基于分析师达成共识的具有长期收益成长预期的股票构成的投资组合。股票按照五年内的实际收益增长被分成Q1，Q2，Q3，Q4，Q5五个组。每组的第一个柱条代表预期刚形成之前的五年内的年均增长率，第二个柱条代表分析师对下一个五年期的预测。后面三个柱条代表第一、三、五年的收益的实际增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

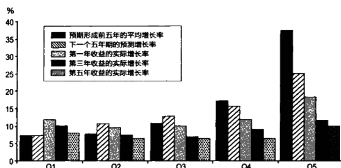


图17—8　收益的增长不会永远持续下去

资料来源：基于陈等人发表在《金融周刊》第58版2期（2003年4月），第643页的《收益增长率的高度以及可持续性》和德累斯顿佳信投资银行研究所的研究成果合编而成。

结果显示，分析师犯了两次代表性偏见错误。首先，在前五年出现高增长的公司，分析师给出后五年的增长率依然很高。其次，分析师无法理解五年内的收益增长率更可能是个回归均值的过程。低增长的投资组合产生的收益几乎和高增长投资组合中的长期收益增长一样多。这说明，分析师判断公司靠的是公司表面上看起来如何，而不是其收益增长的竞争优势得以维持的可能性有多大。

这些错误可以引出第八条规则：

- **不要弄混好的企业和好的投资，或者混淆高的收益增长和好的回报。**

人类的大脑不是超级计算机，甚至比不上一个好的文件柜。大脑塞满了各种提醒自己的小贴纸，其中很多是没有用的，我们会在咖啡的刺激下被唤醒，然后打开这些小贴纸，重温那些模糊了的记忆！当信息进来的时候，我们能否轻松地回忆起来，取决于信息产生的影响。比如，在美国，什么原因更容易导致死伤？是鲨鱼攻击还是雷击？

大多人选择鲨鱼攻击。这主要源于公众从媒体中得到的鲨鱼攻击的消息，还有就是我们都对电影“大白鲨”有深刻印象。事实上，死于雷击的机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会是因遭遇鲨鱼攻击而死的30倍。[8]

另一个不那么戏剧化的例子来自卡尼曼和特沃斯基。他们问了一个问题："在英语中，一个典型的句子是以"K"开头的多呢？还是"k"只是这句话的第3个单词的情况多？在抽查的152个人中，105人认为前者的可能性更大。事实是，后一种情况出现的机会大约是前者的两倍。然而，因为人们是以首字母来做词汇索引的，我们更容易想到首字母的情形。

想想在股票选择时的情况。当你一大早返回工作岗位时，你是怎样决定选择哪一只股票的？是不是因为你从《华尔街时报》或者《金融时报》上读到了有关消息？或者，但愿不是因为你收到某个经纪人发来的内幕消息的电邮，抑或是因为分析师写的研究报告？股票回报和新闻曝光率之间的关系没有什么价值，S·戈达洛斯基在2001年所做的调查发现，新闻中提到的次数最多的股票在随后的两年里的表现总是不够好！要警惕，闪光的东西并不一定都是黄金。

• 栩栩如生的易回顾的事件的发生概率要比你想象中的低很多；微妙的原因总是被低估。

我们倒数第二的偏见，最好用下面关于抛硬币赌博的例子来说明。如果你输了，你必须支付100英镑。你需要准备多少钱才有机会赢，从而使这个赌博更具有吸引力？

当然，这里无所谓正确或错误的答案。这只和个人偏好有关。最常见的答案是200英镑到250英镑之间。也就是说，人们觉得输两轮或者两轮半的机会大过赢的机会。图17—9展示了蒙迪耶质询一个私营企业（也是一家投资银行）的一些雇员这个问题时得到的结果。

⑧ 一个有趣而且不相关的事实是，佛罗里达州奥兰多是世界上发生雷击事件最多的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

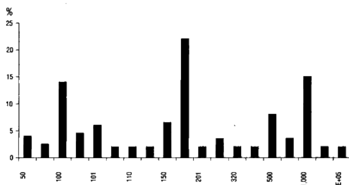


图17—9　股票经纪人中的厌恶损失

资料来源：詹姆斯·蒙提尔，《行为金融学：那些不理性的思想与市场》，霍博肯，约翰·威利出版社，2002年。

答案的中间值是200英镑左右。然而，相当多的人要求有更多的补偿才肯参与这个赌博。也许他们只是不相信策略师而已。

这里有一个严肃的观点。人们不喜欢遭受损失（损失回避），而且在处理心理学术语的时候会感觉不适。因为难以面对损失，人们倾向于尽可能避免损失。比如，只要损失还没有兑现，人们可能不会将其当做损失。因此损失总是很少变现，人们期望能够转危为安（又是过度乐观！）。

这种持有亏损股卖出绩优股的倾向被称为处置效应。即便我们是正确的（其实多数时间我们不是正确的），即亏损股最后会由亏转赢，仍然有很多机会减少这种交易，而不是总是持有亏损仓位。这引出了对付第十项偏见的做法：

- **卖掉亏损股，骑上绩优股飞奔。**

这就是我最喜欢的蒙迪耶的研究成果了。这项偏见对我个人的影响最大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长的迷失

为什么研究和我们的经验都清楚地表明价值投资是最后的赢家和风险最小的投资，投资者仍会不断地被增长型投资风格所吸引？不管那是一项最新的技术创新，或是来自中国的具有魔力的东西，或者是认为互联网股票会永远以不可思议的速度增长，或者是相信“这一次确实是不同的”，投资者对增长故事的热衷就像水手无法抵御赛壬的诱惑一样。

有理由怀疑答案存在于人类大脑的组织结构形式里。近年来的认知心理学最令人振奋的进展是双重加工思维理论的发现。这是关于人类倾向于用大脑中固有的两种方式思考的学术性说法。实际上，这也是人们有时会发现自己处于精神分裂状态的一个真正的原因。

心理学家认为存在两种不同的系统，分别称为经验的和理性的系统。前者所指的基本上是大脑的情绪部分。它可以自动、轻松地处理信息。也就是说，经验系统在我们有意识地了解或者信息开始作用于大脑之前就对其进行了过滤。所以，经验系统是一个有效的缺失选项。

经验系统以联想方式处理信息。其判断倾向基于外观的相似性和时间上的接近程度。由于经验系统这种处理信息的方式，它可以同时处理大量的数据。对电脑迷来说，它就是平行处理单元。为了让经验系统相信某些事是有效的，只需期望事情本来就是那样的即可。

理性系统是大脑的“伏尔甘”（火神），对非科幻小说迷而言，指的就是早期“星际迷航”中的角色“史波克”，来自火星，在那里情感是被禁止的，所有的决策都根据逻辑来决定。要使用理性系统，需要付出努力。它处理信息的方式是逻辑推理式的。因为是逻辑性的，因此只能每次处理一个步骤，用计算机术语来说，就是串行处理单元。为了说服理性系统某件事是真实的，需要逻辑讨论和实证证据。表17—1总结了两个系统的主要区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表17—1　　推理的两个系统

经验	理性
整体性	分析
感性（感觉好就好）	逻辑
关联性——根据相似性和时间一致性来判断	推理
快速的平行处理	慢速的串行处理
具体的形象	大概的形象
缓慢的改变	随着思想而变
粗略的分类——广泛的定义	高分化性
粗略的整合——上下文对应处理	高整合性——交叉的上下文处理
经验性的被动和意识超前	经验性的积极和意识
无意识与无效性	可控性和有效性
不用证明的有效性："经验是可信的"或者期望是可信的	依照逻辑和证据的判断

资料来源：从S·爱普斯坦发表于1991年的"经验性认知自我理论：发展心理学含义"以及M·贡纳尔和L·A·斯鲁夫发表于《明尼苏达州儿童心理学期刊》，第23期，第79-123页的《自我发掘和发展》两篇文章整合而成。

不要误会：两个系统无所谓哪个更好。事实上，神经心理学家发现，如果大脑的情绪部分遭受了严重损伤，决策也会变成不可能。如果有人不幸有了这个问题，他会不断制订各种计划，但无法从中选择出一个他最想去实施的计划。



很多任务是在这两个系统之间交错进行的。我们很多人都有驾车上下班的经历。当走的是一条新路时，会十分专心地开车。在一条路上开了一年之后，我们会发现，开车这件事看上去已经从理性功能变成了一项经验功能了。有多少次我们到家时根本不会意识到自己是怎样开回来的？就这一点而言，多少次你发现自己在去开会的路上陷入沉思，自动地转弯并安全地回到了家？当理性系统在忙的时候，经验系统会接手工作。

即便你认为这只是一个令人愉悦的心理学理论，其实神经心理学家已经开始着手研究这两个系统之间的神经关联了（见表17—2）。做出决定时用到的X系统所使用的大脑部位，与使用C系统时的大脑部位非常不同（研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员使用了大脑各种成像系统来确认这个结论）。

表17—2　　两种推理系统分别对应的脑神经

经验系统	理性系统
脑杏仁核	脑前扣带皮质
基地神经节	额叶皮质
颞叶侧部	内侧颞叶

资料来源：德莱纳—柯兰沃特—瓦瑟斯坦研究所。

直到现在，你可能都在琢磨，纠正这与投资有什么关系？答案是，X系统会对我们做出的很多决定产生强烈影响，其中包括那些有关投资的决策。

加里·克莱恩已经确认了一些条件，在这些情况下，我们更可能看到X系统所做的决策。[⑨] X系统会在以下情况下可能起到主要作用：

- 问题仍处于未厘清的错综复杂的状态
- 信息不完整，模糊，处于不断变化之中
- 目标定义不清，常发生改变或具有挑战性
- 由于时间所限或者利益方太多而造成巨大压力
- 多方参与决策

我们可以断言，几乎我们做的任何一个决定都会落在其中一个或多个情况中。当面临投资选择时，这也勾画出了我们所做的许多决定的特征。

然而，我们面对X系统的影响也绝非束手无策。我们可以强迫C系统启动，这就引出了第十一项规则：

⑨ 克莱恩所指的是他所谓的自然主义的决策（NDM）。我相信NDM与X系统是高度相关的，尽管不是同一个概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

•聚焦事实而非故事。

我们都喜欢美好的故事情节。实际上，我们天生易被故事所吸引。但是，好的故事并非是投资的最佳基础。如果所有的因素都已经完全体现在价格之中了，那么即便世界上最好的公司，也不是一个好投资标的。

想想那些CEO。我们难道不会尊敬那些能讲出自己公司的精彩故事的CEO吗？有多少次我们只是因为经纪人或者基金经理给我们讲了动听的故事，就投资或者给一家公司提供了融资？

人类早在能写字之前，就已经学会了依靠故事进行沟通交流。对故事的热爱已经深植于人们的大脑中。往昔最伟大的宗教领袖和现代传教士就是用寓言故事来传授交易和原则。

为了击退故事偏见，我们有必要将注意力聚焦在事实而不是故事上。这是让理性系统去解决问题最有效的方式。

但是经验系统并不处理事实。基于经验系统的本质，事实一般级别较低（情绪/影响），无法引发经验系统做出反应。实际上，是理性系统被激发去逻辑地处理这种情境。



这可以联系到简单的估值方程式。从股权投资中获得的回报（R）等于股息率（Dy），股息增长率（G）以及持有期间任何股息估值的改变量之和，或者记为：

$$R=Dy+G+\Delta P/D$$

希腊字母Δ（读作德尔塔）常用来表示变化量，在金融领域的使用越来越普及。ΔP/D指的是价格股息比率（price-to-dividend ratio）的变化。在前面的章节，我们指出无论是长期还是近期的股价上涨，大多数是因为人们为一美元所代表的收益或者股息的支付意愿提高了，而不是因为收益或者股息本身的潜在增长。取正值的Δ意思是说估值在升高，而取负值则意味着估值的降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，把赌注全部押在ΔP/D上，是纯粹的投机，在长期来讲我们不建议投资者这样做。我们的意思是说，如果在ΔP/D上下注，要注意对将来如何应对先做出一些假设（或者一些粗略的猜测）。

所以，长期回报的预期应该建立在Dy+G的基础上，即股息率（Dy）加上股息增长率（G）。这可以让我们聚焦在投资者偏见最容易出现的地方。例如，当我们谈论有价值的股票时，我们一般指的是具有高股息率的股票。所以，股息将构成我们总回报的一个主要部分。比如，从1977年开始，标普/芭拉全球价值基金的回报中约有43%是来自股息。

反之，在成长股中，股息率处于次要的地位。实际上，股息占了总回报的30%，而股息增长率分别为成长股和价值股贡献了44%和30%。有趣的是，股息的价值所发生的变化（ΔP/D）在这两种风格的投资中的贡献几乎是一样大。

所以说，成长股的问题来自对未来的投机，然而它们已经非常昂贵了。看图17—10，在一段时期，两种风格的投资得到的回报很接近，这可能与指数的构造有关。

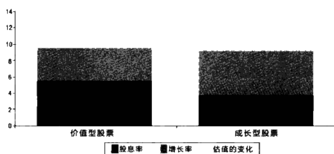


图17—10 价值型股票与成长型股票的对比

回归属性：美国S&P指数/Barra指数（自1977年起，百分比每年）

资料来源：德莱纳-柯兰沃特-瓦瑟斯坦研究所。

对于价值股，我们估计可以见到与股息率的可持续性有关的偏见，而对于成长股，有可能看到的是投资者沉溺于股息增长率的各种故事。实证证据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持这一结论，支持在投资过程中采用量化方法进行筛选的有效性。也就是说，我们应该依据事实对投资过程做出判断，而不是依赖各种故事情节，过滤掉那些不适合我们的事实系统的股票。

比如，约瑟夫·彼得洛斯基（Joseph Piotroski）表明价值升水（价值超过成长的部分）是由一小部分廉价股产生的。也就是说，他发现在建立试验投资组合后的两年内，不超过44%的低市净率的公司，获得的正的超额回报。他继续问道，是否可以使用一个简单的会计指标系统来筛选出这一小部分价值股？筛选的想法是挑出便宜但最终不会破产的股票。他使用的是表17—3所列明的一套筛选标准，对美国股市里市净率最低的10%股票进行筛选，对每项筛选的结果给出评分0或1。

表17—3　　彼得罗斯基寻找价值股的简单计算法

筛选准则
1. 资产收益率>0 (满足条件得1分，否则得0分)
2. 经营活动所产生的现金流>0 (满足条件得1分，否则得0分)
3. 资产收益率的浮动>0 (满足条件得1分，否则得0分)
4. 经营活动所产生的现金流>资产收益率 (满足条件得1分，否则得0分)
5. 长期负债的变化<0 (满足条件得1分，否则得0分)
6. 流动比率的变化>0 (满足条件得1分，否则得0分)
7. 如果公司在12个月内未发行股票就会进行再融资 (满足条件得1分，否则得0分)
8. 毛利的变化>0 (满足条件得1分，否则得0分)
9. 资金周转率的变化>0 (满足条件得1分，否则得0分)



注：所有的变化率都基于总资产来计算。

资料来源：从德莱纳—柯兰沃特—瓦瑟斯坦研究所根据约瑟夫·彼得罗斯基发表在2002年第38期《会计研究期刊》上的文章《价值投资：通过运用历史信息让你与失败者区分开来》整理而来。

这个简单的筛选方法所带来的结果令人刮目相看。一个多空（零净投资）对冲基金买入了那些评分不低于5的股票，卖出了评分低于5的股票，结果该组合的年回报率接近10%。而皮奥特洛斯基的试验组合只有在3年中（美国股市，1976—1996年）得到的是负回报。利用该组合做多的一方获得了平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均10.6%的年回报率，而做空的一方获得了0.9%的年均回报率。[⑩]

最近，莫汉然探讨了在成长股上使用类似的筛选方法（见表17—4）。莫汉然根据市净率大小挑选了20%的股票，用一个简单的会计筛选方法将其中的好坏股票区分开。由于成长的本质不同，他将重点放在能够显示真正的成长性的变量，而不是去找表面看起来光鲜的股票。

结果依然是非常让人惊讶的。莫汉然构造的做多组合包括了评分为4,5,6的股票，而做空组合包括的是评分为0的股票。这个对冲投资组合产生了18.1%的年均回报率！然而，检视这个投资组合时，一个有趣的发现并没有被揭开。做多一方产生的年均回报率只有1.9%。而做空一方的年均回报率达到了16.2%。这说明利用这个组合，做空要比做多赚得更多。抽取样本的时间段是1976—1996年，那时正好包括20世纪八九十年代的大牛市周期。这个结果确认了蒙迪耶在他的书《行为金融学》中说过的，成长股投资的关键是避免选择亏损股，而不是如何挑选到绩优股！

表17—4　　莫汉然的价值股准则

筛选准则
1. 5年以上的资产收益率的变化<行业的平均水平（满足条件得1分，否则得0分）
2. 5年以上的销售增长率的变化<行业的平均水平（满足条件得1分，否则得0分）
3. 收益增长率>总收入的增长（满足条件得1分，否则得0分）
4. 公司的研发投入>行业的平均水平（满足条件得1分，否则得0分）
5. 公司的资本支出>行业的平均水平（满足条件得1分，否则得0分）
6. 公司的广告投入>行业的平均水平（满足条件得1分，否则得0分）
所有的变化率都基于总资产来计算

资料来源：德莱纳—柯兰沃特—瓦瑟斯坦研所。

不考虑个人的投资风格偏好，在你思考的过程中，量化方法是一种有用的筛选。通过建立投资筛选标准，有可能避免犯一些重大的错误。对于成长

⑩ 这就是说，即便做空加大力度，也会给投资者带来损失。我们应该注意到，这个结果发生在牛市时期。我们可能会怀疑在熊市阶段会不会得到类似的结果，但是做多和做空会产生相当不同的结果。做空组合在这种情况下的表现应该超过做多组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股投资者来说，他们需要特别留意，因为心理学研究发现，他们很容易陷于经验和情绪之中，仅仅因为有好故事就买人，而导致收益远低于预期。

到此，我们已经构建了一个完整的循环。你可以通过思考和实行本章提出的十一项规则，让事实成为你的投资的指南。

最后蒙迪耶给出的思考是：

这不是一篇完整的关于偏见及其影响的调查。我们还没有提及投资的情绪方面和社会方面的问题（如羊群效应）。尽管我们设定的规则应该能够指导我们做出更好的决策，我们常常遇到的事情是，当我们展示行为金融研究成果的时候，机构投资者认为那只适用于个人投资者而不是他们自己。这就是一个典型的由过度自信引发出知识幻觉的基本案例。到今天为止，每个基金经理都是一个个体，他们完全适用于本章提到的各种偏见。

了解这些错误还只是迈出了第一步。要真正避免这些错误，需要更多的实践。毕竟我们中的很多人并不擅长手工完成长除法，如果不经常使用这些技能，我们就会慢慢忘记，还会不断堕入前面提到的那些误区。也许最好的防范方法时设计一个投资流程，将最好的思维实践结合进去。

即便是把这十年最宝贵的时间用来学习、研究和传授这些偏见的知识，我可以肯定你仍然不那么容易打败它们。我仍然发现自己会犯这些错误。当心理学家测试我的时候，我的本能反应仍然是错的。直到现在，我学习了深呼吸，再仔细查核我的思考中是否有缺漏。至少现在我懂得了我犯的这些错误是叫什么名字了！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章
股票的价值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上一代人的经验对下一代来说通常没有用处，这也是利用历史来为某一个观点做论证毫无用处的原因。历史的价值在于证明哪些经验需要世代相传才能发挥其作用，或者用来改变大众坚信的错误观念。

——古斯塔夫·勒庞（Gustave Le Bon）的《乌合之众：大众心理研究》

就像电影《公民》中政治家吉姆·盖提斯（Jim Gettys）对查尔斯·福斯特·凯恩（Charles Foster Kane）所说的："我要说的是，任何人都会从人生的经历中获得教训。你需要的教训远非一次。你能够获得的教训也不止一次。"

上一章里我们了解到，对投资者来说最重要的公式，必须像能量光速转化公式$E=MC^2$一样，具有同等的级别。这个公式就具有这个特征。

$$R=Dy+G+\Delta P/D$$

你从一个股票投资中获得的回报是股息率（Dy），股息增长率（G），以及持有股票那段时间里股息的价值所发生的变化（ΔP/D）这三者的总和。

这个公式意味着在投资（买入）股票（或者与投资相反的卖出或投机）的时候有两个因素需要考虑：你可以因为一家公司的股息或者一家公司价值的增长而投资这家公司的股票，当然也可以同时考虑这两个因素。

本章首先查看投资成长型的股票，再看投资收益型的股票有何不同，然后我们看一下水晶球会告诉我们什么（当然预测永远是高风险的事情），再看看什么时候是入市的好时机。最后，因为本章前面的两个部分是讨论投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，结论部分我会谈及交易。

价值，价值，还是价值

我想回顾一下前一章最后部分引用的两篇文章。第一篇是彼得罗斯基的文章，文章显示根据基本面来分析股票的价值，筛选低估的股票以及好的基本面所获得的结果，比同期股市的整体回报要好很多，当然，这些筛选的股票并不是每个月或每年表现都很好。

第二篇文章是莫汉然的杰作，他在文中用同样的方法分析成长型股票或通过不同的基本面标准所给出的高价值成长型股票。这种方法也很成功。有意思的是，这种方法在搜寻潜在的垃圾股时比寻找潜力股要更好使。

本书通篇我都在讲价值会打败时间。我们也看到了无数的研究表明，买入极具价值的股票并长期持有的方法在所有的市场中都适用。而这也是长期熊市周期中唯一有用的投资方法。

牛眼投资法的本质很简单。你的投资方向要紧随市场正在进行的趋势，而非过去的趋势。要沉稳、坚定、坚信。资产低估或严重低估时买入，然后静等别人也发现该资产的价值，这是寻求绝对回报的方法。当资产已经升值，在别人买入时买入，是大多数投资者投资表现不佳的原因。

然而，在目前这样估值过高的股市里，我们上哪儿去找价值股呢？我们可不可以就找一些以价值投资为准则的证券基金，然后将我们的投资分配其中呢？

这是一个可行的投资策略，但不是我建议的那种可以胜出的策略。你要投资股市的唯一原因是，你想从中获得比其他低风险投资更大的回报。

股市不是一个“储蓄”的地方。股市是你希望通过投资获得资产增值的地方。在这里，我会告诉你一个让资产增值的方法，小投资者使用这种方法要比大型基金或投资机构要更有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们先来查看大型投资机构投资者的问题所在。假设一个养老金基金经理看了本书之后，想买入基本面强劲、极具价值的股票。他的投资委员会对基金经理说，他必须分配60%的资产到股市里，因此基金经理带着他管理的数十亿美元之多的资产来股市寻找价值股。

他认为他和他的团队最多只能处理100支股票，这也就是说每支股票需要投1000万美金。又因为他不想占有股票一家公司的股票总额的2%，这就意味着他所投资的公司市值必须高过5亿美元。

“等等，”当他检索数据的时候发现，“市值超过5亿美元的极具价值的股票连100支都不到。”

按照他的标准，只有很少的股票能够达标。为了找到可投资的“价值”股，他必须将标准一降再降直到他的投资组合看上去比较像一个典型的中型股价值投资证券基金。

但如果你是一个小投资者，不需要在任何一个股票中投人1 000万美金。你只需投资很少的钱。

《CXS小型股票财富》的编辑詹姆斯·博瑞克（James Boric）每天都在资料库中搜索被低估的小型公司。他为了评估一家公司制定了10个标准，然后给每一个标准一个分数，那些总分等于或超过8的公司会被选中。



以下是博瑞克选择“CXS股票”的准则：

1．必须在大型证券交易所上市（0.25分）。

2．市值必须超过1亿美元（0.25分）。

3．平均每天交易量必须高于10万股（0.25分）。

4．每股股价必须不超过10美元（0.25分）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 市盈率小于或等于25倍（2分）。

6. 营收比（price-to-sales）小于或等于1.5倍（1.5分）。

7. 市净率小于或等于1.5倍（1.5分）。

8. 销售额必须比前一季度有所上升（2分）。

9. 净利润必须比前一季度有所上升（2分）。

10. 内部人士买入股票的数量高于卖出的数量（1分）。

前面已经说过，一支股票至少要得到8分才能得到博瑞克的青睐。他通过个人所认为的重要性给每一个标准设定分值。他自己宣称能够达到他的要求的股票会带来巨大的收益。

我问过博瑞克为什么他会止步于市值1亿美金以下的股票。他的答案很简单。因为他的读者太多，所以他所建议的股票市值必须高过1亿美元。为了保证其读者的股票流通性，他必须选择市值高于1亿美元的股票，市值高一点更好。[①]

小投资者的优势所在

小型投资者没有钱太多而好的投资机会太少的烦恼。

我们再回顾一下十六章中提到的弗朗斯/法玛的研究，这项研究表明最好的价值型股票比市净率最高的股票，每年的回报率高出13.4%。最好的组合能够获得21.4%的回报，而高价的组合只能获得8%的回报。

而罗伯特·豪根在《新金融》（普伦蒂斯·霍尔出版社，1999年）一书中指出，如果你连续30年每年投资2 000美元，投资回报是8%，那么减除通货

① 你可以从www.psfortunes.com查看博瑞克的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀之后，你获得的购买力每年能够达到2 698美元。

但如果你投资到有价值的股票上，你的投资组合在30年后会是1 839 369美元（真实的，减除通货膨胀之后的数字）而你的收入每年会达到279 216美元。

这之间的差距很大。为什么没有人听从他的建议以及我们前面章节里所说到的其他很多人的建议呢？

因为这种方法与我们的心理期望值相差很大。我们只想赌一把，然后回家吃晚饭。我们随波逐流，我们盲信趋势会继续下去，等等。

但你“心中的斯波克”应该告诉你忘记这些借口。买入价值型股票，这意味着你需要付出足够的耐心。你要对自己的行为以及买入的股票抱有信心。这也意味着你买入的股票，不仅仅是电脑屏幕上显示的数字。

如果你打算在长期熊市中进行投资，你必须进行价值投资。如果你想亲力亲为的话，你需要提前做好大量的工作。如果你还没有准备好做基础研究，那你就要找人为你做这方面的工作。用博瑞克、费瑞斯、彼得罗斯基、莫汉然或者豪根的筛选方法，或者开始筛选的时候利用格雷厄姆数。这些都只是为进一步的研究提供备选而已。最佳的股票，自然应该获得远胜于大型证券基金的平均收益。但这还只是你的工作的开始。



在此，你必须开始了解你所投资的公司的一切信息。从证监会那里获得公司的10–K和10–Q申报资料。同时了解他们的其他信息。最简单的事情就是google该公司，看看有什么发现。如果可以，你还可以去他们公司考察考察。对公司的资深经营团队进行摸底调查。有没有潜在的问题发生，比如诉讼？详细阅读过去的审计报告。

如果一支股票非常好，那么为什么你这种住在皮奥欧亚或内陆的萨斯喀彻温的投资者，会有机会投资它呢？仔细一点。

与你的目标公司的竞争对手交流，去该行业的贸易展多了解行业的信息。在这些贸易展的酒吧里坐坐（当然是点一份可乐），与目标公司的雇员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及竞争对手的雇员聊聊天。问那些对行业真正了解的人以下的问题：

“假设我是巴菲特，我想收购你们行业一家公司。然后让你当这家公司的总经理，只要你经营得好，我给你25%的股权。我应该收购哪家公司呢？如果不是我的目标公司，那是为什么呢？”

参加公司的年会。与管理层会面。你喜欢他们吗？他们是胜利者吗？他们专注而勤勉吗？你会希望他们运营你的公司吗？你会雇他们吗？如果答案是否定的，为什么你还会投资由他们运营的公司呢？

简单来说，表现的要像你要买下整个公司一样。表现的要像巴菲特那样。在你发现这些股票时，你就发现了一支牛眼股票。将它纳入你的投资范围内，做出决定。然后停在这个股票上。继续做你的研究，耐心等待。让“心中的斯波克”确保你专注于此。

当然，这个过程非常复杂。巴菲特每年只买入很少几家公司。然而，长期下来他收集了很大的一个投资组合。你同样也可以如此。

实际上，相对于巴菲特，你有一个优势。他其实不能真正专注于小型或微小型公司。由于他管理的资金太大，所以他只能专注于大公司。唉，这就是财富的压力啊。

请看《隔壁的百万富翁》中的例子。很多人是通过拥有自己的公司，而不是通过投资获得个人的财富的。

本质上，你要做的是与合适的人合作，即那些勤奋努力的希望变成下一个百万富翁的人，那些能够让你搭顺风车的人，就算只搭了一点点路也好。

接下来是你在寻找价值的最后一点看法。当你评估公司的管理层时，要保证你的利益是与他们利益是一致的。我知道有一家公司的股票价格降得极低，这样的股价极其不可思议，因为公司拥有可观的土地资源。该公司的股价只相当于土地价格的一小部分。而公司的大股东在我有生之年都不打算卖掉土地。他们满足于用折扣券购物，不需要也没有卖掉土地。因此尽管这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司颇具价值，但人们却有理由不买入它的股票。

一个好汉三个帮

如果我真的想成为价值投资者，我会做上面说到的所有事情。但我也知道这些工作都由一个人来完成确实太多了。所以我比较倾向于找9个与我的思路一致的人，组成一个牛眼投资俱乐部。

俱乐部的成员要拥有不同的背景，来自于不同的年龄段和有过不同的经历。你不会希望所有的成员都是会计、律师或者工程师。成员也不一定要在同一个城市或来自于同一个国家。大家可以通过互联网来分享观点嘛。如果事情发展顺利，可以考虑每年见一面。

等队伍建好之后，可以让每个成员找出三个符合规则的投资项目，并进行考察，最后再从中选出最好的那个项目。你也可能会用几种不同的方法来筛选，以增加找到可投资公司的机会。可以用格雷厄姆数，但这会让你局限于某些类型的股票。博瑞克和莫汉然的思路在寻找有潜在增长率和价值会带给你更多机会。

最好是有俱乐部的成员能够去那些有一定了解的公司去看看。你会比较愿意让一个生物学家去看生物技术相关的公司，而不是让他去了解一个提高汽油里程数的新机器的制造商。让大家一起分享研究发现和新想法。一个调查生物技术公司的成员，可能对一个研究设备制造的成员所提供的信息不甚了了。

当其中一个人对他的看法深信不疑的时候，需要另外两个成员花点时间了解这家公司，来检验初始的假设能否经受质疑，其优点能否被证实。这些条件都是真实存在的吗？还是那个人随手捏造的？记住，每一个股票推手都有一个绝妙的故事。还记得互联网股票吗？它们的故事多精彩！

如果，最后你对某一个公司不太有信心，那就别买这家公司的股票。记住，成功的投资最应该明确的是避免重大损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个评估过程的最后，你们会得到十个可以做分散投资的项目。十个被低估、有增长潜力的牛眼股票，这些都是稳打稳拿的生意。十个在3年、4年或5年内可以翻倍的股票。十个你觉得有信心的股票。这些股票可能还没进入多数大基金经理的眼球，但如果你的工作做得够好，很快他们就会发现这些股票。

我认为选择10个股票是投资人做分散投资的最低限度。等你年龄渐长，或者随着你越接近退休，你对分散投资的需求越强烈，那时你的投资组合中每只股票的比例会减少。投资十个不同的股票，同时运用止损，对于一个年轻的投资者来说已经足够了。

但不要因为分散投资而加入其它不相干的股票。

实际上，如果你找到一家非常优秀的新公司，你可能需要先放弃一家公司，再投资这家新公司。专注于10家公司比投资40家公司要容易。

在你开始做股票的研究之前，这里是一些建议：

在证券交易管理委员会数据库的资料的网页www.freeEdgar.com 查询哪些公司申报了13-G或13-G/A的表格。申报这些表格意味着有人买入了一家公司5%以上的股权。如果有人买入一家公司超过10%的股权时，还需要填另外一种申报表。为什么有人会买入一家公司5%或10%以上的股权呢？我们可以推测购入者认为这家公司有价值。这就是原因。你可以从www.sec.gov/rules/extra/amnd13dg.htm 上查询相关规则的其他信息。

如果你发现像彼得·林奇（Peter Lynch），杰夫·维尼克(Jeff Vinik)或朱利安·罗伯逊（Julian Robertson）这样知名的价值投资者出现在一个微型公司的13-G申报表上会怎么做呢？如果是我的话，这家公司会马上成为我的研究对象。要关注哪些大基金在大额购入某些公司的股票。有时候你能够通过跟随专门研究某个公司的对冲基金的脚步而获得回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市牛眼投资的基本法则

好了，前面你已经找到了牛眼股票。接下来你应该怎么做呢？

- **设定止损限定，并切实的落实**。从始至终。这个规则能够让你及时退出绩差股，手中只保留绩优股。根据历史记录，每个股票都必须有其各自的止损限定。别将你的止损盘设得太严格，也不要将止损盘告诉你的经纪人，否则全世界都知道了。如果股市里的人知道了你的止损界限，他们可能会在股价接近你的止损界限时下拉股价。

- **要有耐心。相信你的调查**。记住，你找到的这些潜力牛股理论上其他人还没有发现。你需要给时间让其他人都知道你的研究。当然，如果我是你，我会与所有的人分享我的研究。

- **设定获利目标，及时兑现**。在投资时要严格执行这一点。当股票的价格在上涨时，慢慢兑现获利。当股票开始上涨变成成长型股票时，要与大家一样，卖出。再去找下一个价值股。对于卖出已获利的股票，就像及时止损一样，需要控制情绪冲动才能做好。在开始的时候就设定获利目标，有利于你能够像置身事外的人那样获利走人。

- **分散投资，分散投资，分散投资**。我爸爸常对我说，“儿子，不要将你的身家性命都押上。”这句话或许多得太直白，但确实是个好建议。投资千万不能超过自己可以承受的限度。不管你有多少好的研究，不管股市有多吸引人，意想不到的事情总有可能发生。

- **这不是交易**。这是投资。除非你确信你的股票因为基本面的原因或者其他长期的原因而将要崩盘，否则别试图抓住交易时间点。

- **别对股票产生感情**。这一点“亚当·斯密斯”说得比我好。他在《金钱游戏》中用一段精练的文字总结了这一点。

从实用性的角度来看，股票就是放在银行保险库中的一张纸。大部分情况下你不会看到它。它可能有、也可能没有价值；它在任何一个交易日的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值取决于买方和卖方的讨价还价。你应该明白的最重要的事情其实很简单：股票可不知道你拥有它。你对一只或一系列股票、或者这些股票所代表的价值所产生的美妙或惊恐的感觉，并不会让某个或某一系列股票对你产生回应。如果你愿意，你可以对股票产生感情，但股票不会对你产生感情，而没有回应的感情会让你变成受虐狂、自恋狂，或者更惨的是变成损失或无处发泄的恨意。

因此，即使是在熊市，我们还是可以找到机会，即使我们可能需要花很多力气才能找到。我们在熊市是逆流而上。当熊市周期结束时，几乎所有事情都会像你的投资组合一样。目光所及之处都是黄金，大盘股亦是如是。那时你又可以两手紧紧抓住指数基金了。

时间总是不够，工作永远做不完

你们很多人可能现在正在自言自语，“约翰，我没办法做到你说的那些。我白天还要工作。”或者，“我不会选股，也不想去选股。”又或者，“我已经退休了，可不想再这么折腾了。”这些都很正常。

我来说一下自己的情况。我不选股，我只研究基金和基金经理。我会研究宏观经济环境。我会写作。我去各地旅游和演讲。但我不选股。选股是一项严肃的工作，需要花费时间和精力。我的精力放在其他的事情上，尤其是付我钱的客户要我完成的工作。他们没有付钱让我选股。

我是一个经纪人，但我的桌子上没有报价显示屏，我甚至没有买过股票。我希望到我退休的时候我也能这么说。我让别人为我买入和/或卖出股票。你们也应该这么做。

找到或挑选一个好的基金经理非常难。我曾经读过一篇调查，这篇调查显示，投资人在选择投资顾问时最主要的因素是他（或她）与投资人是否一致。我记得我那时想，这个差劲的理由我可从来都没听说过。他们选择投资顾问的最重要的原因，也许是第二重要的原因，是他们喜欢那些顾问。而过往投资记录和表现却排在第五位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是在考虑将你的血汗钱托付给投资顾问啊。你对他的了解，要像你在投资一家公司时对那家公司的了解一样透彻才行。要去查看他的老顾客的记录。你需要他的推荐人——我说真的，用我的童子军勋章来发誓，你应该打电话给这些人。

要查看投资顾问到底管理着多少资金。运营的资产是否因为太多而让他无暇顾及小型价值股？记住，如果投资顾问为他的客户买入了一家小公司价值500万美元的股票，他可能无法让每个人的资金全身而退，即使每个客户只投入了很少的钱。

你需要知道他的投资理念是怎样的。他是一个积极的经理人还是一个保守的经理人？如果你想找我说的牛眼投资这种类型的经纪人或咨询师，那么让他给你看他的老客户名单。找出他做的最好的5项投资。

别害怕聘用一些不在你的领域中的投资顾问。在你寻找时，要明确你到底想要什么。如果你希望有人能为你管理股票组合，那么就告诉投资顾问。为你管理股票组合的人可以与为你管理债券组合的人分开来。

如果大家有需求，我会为投资人和专业投资顾问以及经纪人建立（或者帮助其他人建立）一个网站，来组建一个牛眼投资团队，再建一个论坛供大家交流交易理念。



基金在哪里?

有没有什么证券基金可以作为较好的价值投资对象？当然有。我会缩小我的搜索范围，集中在2亿美元，或者最好是1亿美元以下的基金，这些基金经理不会被迫只能通过简单的筛选，投资在大型价值股上。查看基金近期的报告，了解基金经理的选股类型，然后花点时间研究他们所投资的公司。是真的价值投资，抑或是价值投资但其实使用的是动能模型？他们的投资组合是不是基于大家都熟悉的大盘股？

将这家基金的业绩与它的同行以及行业的基准相比较。这个基准可不是标普500啊。考虑一下如果进入衰退期，基金的组合表现会如何。如果你喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢基金的经理以及他的投资风格，但对目前的时间点有些担忧，那就记住这位经理人，等下一次衰退的中期，他的投资组合损兵折将的时候再去找他。

现在我们来想想如何通过投资股票获得收益。

与巴菲特同甘共苦

我随身携带几本书和几篇文章。其中一篇就是沃伦·巴菲特于2001年12月10日发表在《财富》杂志上的文章。我每年都会把这篇文章读三四遍。

1978年，巴菲特写了一篇文章指出道琼斯工业指数在过去六年里下跌了近20%，股票的账面价值上升了40%，而成分股的账面价值上升了13%。在1979年的部分时间里，道指成交价格一直处在或低于账面价值的水平。记住，这比《商业周刊》登出封面文章"股票已死"要早三年。巴菲特在2001年写到：

在我写1978年的那篇文章时，公司债券的回报率是9.5%。所以我问了一个看上去很显而易见的问题："买入这些回报率是9.5%的成熟企业债券，到二十年后的1999年，能够获得的报酬会不会比道指股票整体账面价值13%的回报率要高呢？"答案很明显。

现在，如果你读过这篇文章，你会受此影响——噢，你会痛苦不堪——差不多会有三年的时间。我不善于预测短期的股价，现在依然如此。我对股市未来六个月、未来一年或两年的走向完全没有概念。

但我认为未来的长期趋势里会发生什么事情还是很容易预见的。本·格雷厄姆告诉我们其中缘由："尽管股市在短期中的功能像一个投票机，但在长期里它是一个称量器。"恐惧和贪婪担任很重要的角色，但这些终究成不了气候。

……一个"13%的账面价值回报"怎么会比9.5%的债券回报要差呢？在开始的时候，股票的长期表现远高于债券的表现。而且在我的职业生涯里，绝大部分情况下，这都是正确的。但就像凯恩斯提醒我们的那样，股票的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越性并非必然。股票只有在某些条件满足的情况下才能体现其优势。

这一点非常重要，在本章接下来的内容里这一点会愈加明了。“在某些条件满足的情况下其优势才能体现出来。”关键是找出事什么条件可以使其产生优势。

在投资股票中寻求收益

这部分内容其实很直白，尤其是在布什政府推行新的低个人所得税的情况下。如果一个股票每年股息6%，那么14年后，你的资产在交完税后会上涨将近一倍。而一个不太理想的5%的复合回报（也就是扣除布什新税后6%的股息）能够增加你的资产，或为你的退休生活带来足够的收入。

比较好的是，从长期来看，股息增加的倾向会让股价上涨。而更好的是，一只股票所发放的股息不错，股票本身还被低估了。

你会在何时买入这些价值股呢？就像他们说的那样，时间点决定一切。巴菲特在文中也写到，如果在错的时间买入或太急于买入，你也可能会惨遭失利。

我们在前面的章节已经证实，在衰退期股市（广义上）平均下跌40%。而高派息的价值股比整个股市的情况要好，虽然它们也会下跌。



因此，如果想买入一个派息型的股票，你有两个选择。首先你要确定公司从现在开始到下一个衰退来临之前所派的股息会高于股价的跌幅。或者先确定你自己是不是一个很有耐心的人，是不是下定决心等待获利而不在意股票的价格起伏。

提个醒，我认为历史已经告诉我们，直到第二个衰退来临后，这次熊市周期才会触及真正的底部。话虽如此，在下一个衰退期，还是会有一些真正有价值的公司出现，就算是现在，有耐心的投资者也会发现一些机会。

在我写这篇文章的时候，标普500指数的整体市盈率超过了25倍。而股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息率只有区区2%不到。我在缅因州的朋友、精打细算的、成功的价值投资者汤姆·唐纳森告诉我，他通过很分散的投资，在目前的状况下能够获得6%～8%的回报，而且从某些地方，甚至能获得9%的回报。通过深入广泛的挖掘，他能够从那些按照历史的角度来看已经过热的市场里找到价值。

但他不愿意透露股票的名称，因为事情永远在变，目前有利可图的股票可能在2个月、6个月或12个月之后就没有价值了。尽管有这些警告，我们还是来看看汤姆为一个客户建立的投资组合吧。

这个投资组合在投资联合资本公司时获得9%的回报，从一些信托优先股上获得了8%的回报，从中国石油公司获得了4%的回报，从几个能源信托那里获得9%以上的回报，再从一个医疗保健财产投资信托基金那儿获得高达13%的回报，从黄金市场以及其他市场里获得了少许回报，当然还有一些货币投资。投资组合的整体回报是比6%略低一点。在过去几年里这个投资组合的收益高于25%，尽管在市场最惨烈的2002年，投资组合跌了大概10%。

“为什么，”汤姆问，“为什么不将客户更多的钱交给他来管理呢？”有谁会不喜欢这样的投资组合呢？

我非常耐心地与汤姆就时间点中心论进行辩论。我们都完全认同价值和股息投资。在职业生涯里他一直在这样做。但因为我认为我们可能在2005年或最迟2006年遇上一轮经济衰退，他心爱的价值股有可能会贬值。他指出他们现在的组合获利平均在6%～7%左右。在两年后的经济衰退期，他们有没有可能下跌14%呢？我的看法是很有可能，所以我还是再等等，直到它们更有价值的时候再入手。

首先，他问了一个正确的问题，“如果到2007年或2008年，金融危机还不出现呢？你会因此而放弃很多的实质收入。”接着，他并不认为高派息的股份会下跌那么多，因为被高估的股份在下跌的过程中会演变成高派息股，而坚实的价值股会引领他喜爱的股票升值。但如果你同时能够获得6%～7%的收益，那么时间会让你的耐心获得回报。我的答案是，那些股票在上一个经济衰退期确实下跌了10%左右，我没理由不相信下一次不会再发生这种情况。

在下一次经济衰退的底部出现时，我们中的一个会被证明是正确的。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果我是对的，那么他的投资人将会失去一些机会，但这并不严重，因为高派息率使得股价下跌的空间有限。他们的投资可能会受到一些损伤，但每一季的派息会很快（希望如此）让他们的投资回归原位，让他们大受安慰。

如果他是对的，那么和我一道站在股市之外的人（在等待一个恰当的时机），会失去一次机会。但是，仍然会有其他的股票——实际上我认为会有非常多可供选择的股票——在未来会成为好的价值型股票。

实际情况是，一个每年稳定派发7%股息的股票，会让你投资的资产在十年内翻一番。这样的股票比那些不派息的股票提供了一个无法比拟的投资保障。

你是如何寻找高派息股票的呢？牛眼投资策略寻找高派息股的方法和寻找价值股的方法相同。去寻找那些基本特性达标的股票，然后仔细研究。

我知道在这里有些人开始瞎猜。当然我指的不是你啦。你的方法会很理性。我说的是其他的那些人——那种想要速战速决的人。他们一心想让我给他们一个网页，一个搜索引擎，五个选择标准，这样他可以在一周里花几十分钟的时间就可以建好自己的投资组合，然后受益一生。当然年复合回报率还要在20%以上。



如果投资很简单，那么人人都会，因此也不会有钱投入股市。投资股市是一份非常繁琐的工作。

如果你还没准备好先交点学费，那你就找一个基金经理为你投资吧。顺便提一下，收益投资的开支通常相对于比较积极的投资管理方式的年费来说，要便宜一点，因此投资的收费也是我的卖点之一。当你希望每年获得6%的回报时，每年的管理费用相差1%对你的投资回报有显著意义。

远离频繁交易

有很多人在股市上交易和投资。有些人擅长于此。但这样的人很少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们来说说真实的情况。我花了很多时间在查看对冲基金。曾有幸与一些优秀的基金经理人和交易员会面。他们手握很多资源：工作人员，研究团队，软件（他们常常自己编写软件），经验丰富，海量信息以及专业的直觉。

你认为你可以买一些交易系统的软件然后打败这些人吗？我知道有家公司买了一些成套的交易系统软件，但这个软件只能指出投资菜鸟们在做什么，然后让使用软件的人打败这些菜鸟。

我这样说太苛刻了是吗？希望如此吧。我的读者中可能有1%的人是真正的交易员，他们不会因为我这样说而灰心。交易精神植根于他们的血液中。他们深知这一点，所以无论我说什么他们都不会离开交易厅。他们会学习专业的技能，并做得非常好。他们会知道市场的运转，就像是他们自家的后院里闲逛一样。其他人就只能当炮灰了。

加里·赫斯特（Gary Hirst）博士是我所知道的非常优秀的分析师和基金经理之一，他认为我不应该规劝大家远离交易。“我们需要这些人，否则我们上哪里去找很多的估错价格和不懂交易的人？”

我不时会听到这种念头在游荡。请听好了，那些专家们只会把你当做案板上的任人宰割的肉。

同时，这些专家的收益怎样？他们中做得好的能够获得15%～20%的收益，有些年份可能会很走运，也有年份的业绩差得让他们自己都想忘记。记住，我说的是收益比较好的那些人。长期都能获得15%～20%的收益很有难度，拥有10%～15%的收益同时波动性很稳定的基金，少得让你无法想象。能够长期创造20%的收益的基金也有一些，但收益波动性很大。

这种水平的收益刚好是一些研究中所说的，价值投资的长期回报率。在价值投资的世界里，你拥有优势，因为你可以专注于小一点的投资。如果你希望投身投资领域，我鼓励你将期望和精力都放在对你来说有优势的领域，而不是让自己变成那些专家们的盘中餐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十九章
投资领域的闪光点



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



聪明的人不仅会找机会，更会创造机会。

——弗朗西斯·培根爵士（1561–1626）

在这种长期熊市，利率上升，差强人意的经济以及弱势美元的大环境对股票和债券市场来说并不好，但这也意味着在其他地方有投资机会。本章将检视传统投资世界之外的一些机会，包括黄金投资、商品期货和房地产市场。我也会针对“目前是不是启动这些投资的好时机”给出一些评论。

为什么要讨论这些主题呢？第一，我的电子简报的读者发来很多邮件询问我对其他市场的看法。第二，我认为在即将到来的趋势中，这些市场会对投资起到不同的作用。我将会讨论我对这些领域的大体感受，如果你有兴趣，我会告诉你从哪里你可以进一步阅读和学习，但我不会告诉你具体的操作建议（买入这个，卖出那个）。

因为询问黄金的次数最多，我先从这里开始。

黄金并不是由政府拣选的作为货币标准的工具。在自由市场体系下，黄金作为最优质的货币已经经历了很多个世纪；因为黄金提供了最稳定也最受人欢迎的货币媒介。

——穆瑞·N·罗斯巴德（Murray N. Rothbard）

黄金因其自然属性成为全人类共有的交易媒介已经有两千多年的时间了。与法定货币不同的是，黄金是经过时间沉淀下来最优质的货币，它会比现在社会里的法定纸币走得更远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——汉斯·F·森霍兹（Hans F. Sennholz）

没有一个东西可以取代黄金对货币的规范和标准作用。是的，黄金虽然可以被制作成锭状、条状、硬币状，但黄金的本质不变，它是无国界的、永恒的、全球通用的最出类拔萃的不会改变的信用价值。

——夏尔·戴高乐（Charles De Gaulle）

很少有东西能够像黄金一样激发人类的想象。它看上去已经深深植根于人类的灵魂中了。杰拉尔德·罗布（Gerald Loeb）指出，它看上去像“植根于人类的商业本质”。

我常常对此感到怀疑。因为它只不过是有一点用途的软金属而已。还有其他金属比黄金要更稀少，价值更高。还有很多金属的用途更加广泛。但因为某些原因，千百年来，黄金成为交易的不变工具。所罗门传说的金矿中制造的黄金可能在今天还在流通。

我知道所有的解释。在20世纪80年代，我写了一篇关于开发中的和小型金矿公司的黄金股票的通讯。我翻阅了很多有关黄金的材料、去金矿摸底、参加金矿研讨会，我很享受这个过程。我曾经投资了很多矿业股票。也是从那时候开始，我深入了解了黄金和矿业股票市场。黄金曾经对我来说非常、非常美妙。我会告诉你我学到的一些事情，以及我现在对黄金的看法。

首先，我将黄金分为两类：“保险型”黄金和“投资型”黄金。我非常推荐“保险型”黄金，我认为每个人都应该买一点。

“保险型”黄金并不是投资工具。它不是用来卖出和获利的——永远不会。如果你买一些永远不会卖出的东西，这就不是投资了。

我最大的愿望就是将我的“保险型”黄金留给我的孙辈（假设我七个孩子中的一个会有一些孩子），然后我的孙辈再传承到他们的孙辈。如果这真的发生了，那么什么事情都不会让我们将这些“保险型”黄金脱手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我读过很多历史。大多数情况下地球都照常运转。但有时候会有一些不好的情况，这些事情的发生会打翻原有的计划。战争、饥荒、侵略、疾病、天气灾难、战火硝烟；你知道，都是常见的忧患。但因为每件事都运行得很好，很少有人为忧患提前做准备。而99%的时间里，就算没有准备，也不用怎么担心。大部分情况下，世界的明天与今天相差无几。但有1%的时间里，当生命中的灾难来临时，你会庆幸你做好了准备。

我有人寿保险。我真的希望我的曾孙辈在未来能够因此受益。我现在每年还会交保险费，虽然我的医生说我能够活到90岁。我买了健康保险，而通常情况下我每年只在要打抗过敏药物的时候才会见医生。但我还是买了健康保险。

我认为你也应该买黄金。你不用花20%的净收入来买“保险型”黄金，但多少还是要买一点的。这里没有一个特定的数量或比例。只要你感觉可以就可以。我的理论是，如果真有危机或者灾难发生，手里有一点黄金会大有帮助。

首先，我声明一下，我并非天生的黄金投资者。在20世纪90年代我开始成为黄金空头。到后期的1998年11月份，我写文章说我那时不再投资黄金了。

但在2002年2月，我又成为投资黄金的多头，到现在（2004年）依然是。我预计这种情况还会持续一段时间。



我现在成为黄金投资的多头是因为，根据前面提到的罗斯巴德和森霍兹的货币理论、奥地利学派鼻祖米塞斯（Ludwig von Mises）的理论、以及诺贝尔经济学奖得主哈耶克的理念——黄金是货币。

我对美元持空头看法，而世界上的“中性”货币会再次迎来升值。这里的“中性”，是指如果明天全世界的货币发行量增加了一倍，黄金相对于不同货币的价格也会翻倍，但黄金的购买力不会改变。我相信你曾看过一些研究，说特定的黄金能够买到的西装或面包的数量与一两百年前相同。虽然这些研究本质上令人生疑，但这个理论本身还是相对正确的。黄金长期以来的购买力一直都很稳定。因为货币就是我们用来购置或卖出资产的工具，黄金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以作为一个中性的货币进行投资，而这就像戴高乐所说的，不能被各国政府所操控。

在历史上，法国总统戴高乐，在1971年开始从美国中央银行买入黄金。因为法国（以及其他跟随法国的国家）打算将诺克斯堡黄金储备的黄金搬空才善罢甘休，尼克松总统关闭了“黄金交易窗口”。这就像比尔·邦纳在《金融市场的清算日》中指出的，这也是金价开始飙升的开端。

2004年，因为美元将继续下跌（个人观点），黄金的升值空间巨大。美元的贸易加权汇率下跌10%左右能够使得金价上涨40%～45%左右。那么美元的贸易加权汇率再下跌10%～20%，金价会不会再有相似的上涨幅度呢？

很难说。流通中的美元数量与黄金之间没有一一对应的关系。这比一些简单的模型要复杂多了。黄金市场其实是一个较易被冲击的小规模市场。

理查德·罗素在《道氏理论通讯》里写道，全球黄金市场价值1.4万亿美元。这包括储存在中央银行里的黄金以及珠宝箱和埋在后花园里的黄金。这个数额只是全球货币和净值的一小部分。就像凯恩斯所形容的，金本位作为“野蛮时代的遗迹”已经不存在了。黄金这次会像20世纪70年代一样，突破上限再创一个牛市吗？考虑到黄金本身所携带的情绪因素，这还是很有可能的。当然，它也可以正常上涨。

黄金的最终价格将是多少呢？有人认为在500美元的变化范围内，有些人认为是3 000美元。我可以为你展示任意一个分析师给出的预期金价所对应的20种不同的图表。这些观点很广泛。有些人可能是正确的。但我不知道哪个是正确的，我除了知道金价在美元企稳之前会一路上扬之外，我一无所知。

在美元企稳之前，我认为黄金会是一个很好的投资工具。

买入黄金相关股票

现在如果金价上升，所有黄金相关的股票和矿业相关的股票都会因此受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。如果金价上升10%，选对黄金相关的股票的升幅会异常明显。如果你想在黄金股票里投资，黄金股票会给你带来类似杠杆式的获利。最近金价上涨45%，使得晨星贵金属指数上升了超过120%。如果你运气很好，投资的某些股票甚至会上涨更多。

以下是原因。假设一家公司在开采黄金，一盎司黄金的开采成本是280美元，如果卖出价是300美元的话，公司只能赚20美元。但如果一盎司黄金卖出价格是340美元，公司卖出一盎司黄金能够获得60美元，即在售价300美元时的3倍。因此金价仅仅上升13%能够让黄金开采公司的获利增长200%。如果金价涨到400美元，那么开采公司的获利会上涨1 200%。很多黄金开采公司开采一盎司黄金的成本在300美元左右。而一盎司黄金的价格在300美元时，南美的很多矿还要亏损。金价的小波动能够显著影响着这些公司的损益。

如果世界上没有那么多黄金，相应的黄金相关股票会更少。黄金相关股票的总资产在1 200亿左右，还不到微软公司市值的一半。

但请注意我说的是正确地筛选黄金股。这是一个圈套。有很多的黄金公司及其经销商，他们对开采你口袋里的钱比开采黄金还有兴趣。他们利用人类对黄金的迷恋来骗取我们辛辛苦苦赚来的钱。最近金价的上涨带来了一些期许，经销商们随便在地上挖个洞，就说是自所罗门金矿以来最大的金矿。



黄金投资世界里充满各种诈骗犯、骗子、经销商和小偷，他们热切期盼新投资人的到来。但另一方面，金矿世界里也有一些你从未遇见过的最好、最诚实的人。有一些非常优秀的商人只为开采金矿或其他金属而活。有时，你只需知道要投资什么人，而不是某一个特定的股票就可以了。有些矿业公司的经理，不管他们走到哪都能获得成功。他们知道如何在地下找到一些利润。长期投资这些人的项目的投资者会非常开心。

投资黄金市场的唯一方式是有一个可信赖的内行人，告诉你如何将“好”企业与“坏”企业区分开来，同时找到那些有可开采的矿山或好的预期的公司。

我常说，投资的唯一方法是成为某个投资领域的专家或让一个专家为你打理投资。黄金股更是如此。如果你决定在美元下跌时通过投资黄金股获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益，投资了一个错误的股票可不会获得好结果。你不能依赖于收到的信件里所提到的信息或促销来买卖黄金股。大部分所谓的“独立”分析师并不独立，他们多半与那些黄金公司有财务联系。

黄金市场可不是借助某些热门推销信息，投资几千美元就可以赚钱的地方。那样的话，还不如去拉斯维加斯赌博。如果你想直接投资于黄金股（而不是投资黄金股的证券基金），那么你可能需要一些深入研究。在你投资之前，你要找一些可信的黄金股通讯，寻求经纪人的帮助，参加黄金相关研讨会，对黄金矿的世界有真实的了解。这不是新手或业余玩家的世界。如果你要去做这件事，如果你希望花时间去研究，你没有理由不去做，那么就认真对待吧。

我在我的网站中的“黄金链接”中罗列了一些与黄金和黄金股投资相关的网站、书和通讯：www.2000wave.com。

商品期货的基本概念

我写的很多大趋势（美元、利率、股市、通货膨胀等等）能够为投资带来巨大的机会。如果你懂得其中的风险，做好充足准备，可以将一部分的资金投资在这些领域。

但在我们探讨如何投资商品期货之前，我先提醒一下你不应该做的事情。

商品期货行业的CEO一直都说，大约有三分之二的个人投资者在投资期货时会亏钱。确切地说，真实的数据可能更高。实际上，全美最大的一家经纪公司的高级主管曾在一个行业的私人聚会上说，他们95%的客户会亏钱。

如果你去查看那些以市场为生的期货交易顾问的交易记录，你会知道在期货上获利会有多难。最好的期货交易员亏损20%～40%或甚至更多都很常见。商品期货市场不适合意志不强的人。

别尝试自己去做期货交易，我清楚明白地告诉你。你出现亏损的概率非常高。最差劲的事情就是，你可能在前几次的交易中获得了一些回报，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你决定认真对待商品期货市场。

别让一些你从未见面的经纪人将你拉入一些保证能赚钱的、一定能获利的燃油或大豆商品期货。仔细想想，如果那些交易员能够获得如此的回报，他会管理非常庞大的资产，肯定没时间打电话给你。

虽然通过个人投资商品期货有可能会出现灾难性结果，但还是有一些合理的方法让你来参与其中。如果你希望投资商品期货市场，相对于其他领域来说，你可能更需要找一个成功的专业投资者来帮你。

如果你想参与商品期货领域，我建议你投资一个期货基金（如果你非常富有或非常激进，或者两者兼之，你可以自己开设一个账户），而不是自己来尝试和交易。即使是一个专业的期货投资者，其波动性和风险依然很高。

前面已经说过，这些期货基金可以用来分散某种类型的投资组合。对于想要从逐渐贬值的美元和其他宏观经济条件下获利的人来说，这些基金可能会帮到你。下面我将讨论期货市场的优势和劣势，给你一个分析工具，你来检验自己是否想投资这一领域。

我最早是在1989年作为一个期货基金的咨询顾问进入投资管理行业。那时，我每天查看期货基金和交易员的报告。那些期货基金有时候为投资者带来极好的利润，有时候是勉勉强强的利润，有时候是很差劲的利润，然后可能又回归到高利润水平。我参加过的期货基金研讨会多到我记不住有多少场。在过去20年里，这些基金的管理风格发生了巨大的变化。

除了一些特例，商品期货基金在经历了很长时间的枯水期后，近期表现很好。是什么原因导致了期货基金的优异表现，其表现能够持续吗？（请记住，过去的表现并不意味着未来的结局。）

全球宏观基金

首先，全球宏观基金根据其不同的风格和交易方式可以分为两种类型。一种是随机型（趋势预测），另一种是系统型（顺势而为）。随机型基金基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本上依靠经济分析师和基金经理对事件的预测能力，比如美元的下跌或欧盟利率上升等。系统型基金基本上是依从某种趋势的变化。一个系统型基金会等待某一事件的发生，然后按照这种趋势的发展来投资。

这两种基金都专注于全球宏观经济的变化。他们可以从任何地方的货币、利率、商品市场和股票中获利。而宏观基金只占对冲基金数量的9%（数据来源：对冲基金研究，苏黎世资本市场以及帕克全球战略有限公司），但却是最知名的基金类型。乔治·索罗斯和朱利安·罗伯逊让这种风格的基金公司威名远扬。但在对冲基金的舞台上，损失最惨重的代表——长期资本管理基金和最近崩溃的永福（Eifuku）也都是这种投资风格。

虽然我认为在近十年里，一些随机型基金的表现最优异，但我同样也认为另一部分的随机型基金的表现垫底。这些基金的风险很高，在你的投资组合里如果有，所占的比例应该比较少才好。因为这些基金的最低投资金额大约在100万美元左右，所以它们并不适合本书的大部分读者。

在另一个层面，系统型基金能够带来的潜在收益让我更感兴趣。

全球宏观对冲基金和全球宏观商品期货基金的区别是什么呢？从历史的角度来看，一个纯粹的期货基金只从事期货的交易，并受到商品期货交易委员会的监管，还有一部分受证券交易委员会的监管。现在，仍然有一些从事纯商品期货交易的基金，但总体上，对冲基金和商品期货基金的界定比较模糊，因为几乎所有的东西都可以在期货市场上交易，很多对冲基金会用期货来对冲或分散投资。

只有很少的系统型全球宏观对冲基金为美国投资者或投资金额小于100万美元的人开放。因此，我在本章剩下的内容里所讨论的系统型全球商品期货基金，都是在美国可以投资，通常也向100万美元投资额以下的投资者开放的基金。

波动，波动，还是波动

了解商品期货基金的最佳方式是从波动开始。在不断变化的投资领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，宏观基金，尤其是顺势而为的商品期货基金，因为长期波动或长期波动投资而闻名。这里，我们的意思是，如果你认为市场中会出现大的波动和大趋势时，在这种环境里，这些基金会表现得非常好（相反，在一个反复的萧条市场的环境里，这类基金的表现不会很好。再说一次，过去的表现并不意味着未来的结局）。

但定义上，顺势而为的基金带有与生俱来的波动性。我们来看看原因。

我们来看图19—1，虽然图形有过分简化的风险。你的基础性的顺势而为体系在A点才开始出现买入信号，此时趋势早已启动，又在趋势反转之后在B点出现退出信号。这就意味着该体系不能在整个波动中获得收益，因为它在最开始的时候不能进入，而在趋势反转之后被迫出局，基本上会经历一段亏损期。

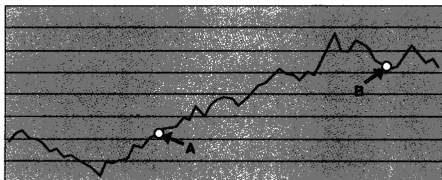


图19—1　长期趋势中的顺势而为系统

大部分此类体系的一个普遍的特点是，他们能够迅速地止损，来保持盈利。当价格的大幅波动成为长期趋势时，这种方法非常有效，如同图19—1所示。然而，如果在波动较小和快速反转的短趋势中，这种方法让人很痛苦（见图19—2）。[①]

① 图19—1和19—2只是为了做说明，并不代表哪家基金的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

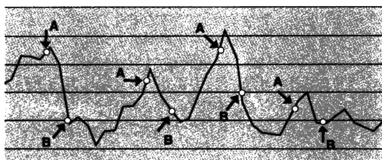


图19—2 短期趋势中的顺势而为系统

最悲惨的是，市场中出现非常多的不断反转的短期趋势，在起始点来到后迅速反转，这些情况所造成的损失加起来可能会非常大。

再次说明，因为存在过度简化的风险，当市场预计会出现大方向的趋势时，你会希望这个趋势是长期的。

《管理账户报告》（Managed Accounts Report）是一份追踪商品期货交易的通讯。他们计算了一个叫做CISDM的合格交易顾问全球指数，也就是他们的数据库中的交易员的平均水平。图19—3和19—4显示了自1983年起的指数走势。②

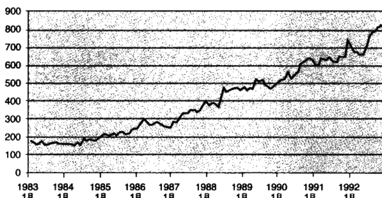


图19—3 1983—1992年的CISDM交易顾问资格指数

资料来源：CISDM 2002版权所有。转载自www.marhedge.com。

② 这些图形只是为了做说明，并不代表哪家基金的表现。投资者不能直接投资这个指数。而且，指数并没有反映出可能影响某家基金收益表现的佣金或收费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1983年到1992年，指数获得了15.9%的增长（平均年回报），标准偏差为16.6%。而商品期货交易顾问过去十年的记录则不是一直很优秀。虽然增长率是8.8%（平均年回报），相应的标准偏差是8.9%，如果你去查看记录，你会发现绝大部分的收益来自于1993年之后箭头所指的时期。而其他的时间里，指数最好的表现也就是持平，表现差的时候会出现亏损。（过去的表现并不意味着未来的结局。在进行期货交易时，出现亏损的风险很大。）

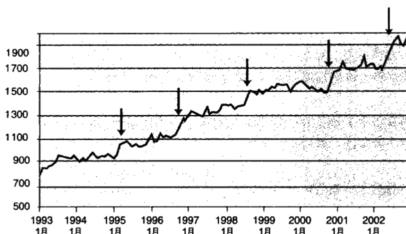


图19—4 1993—2002年的CISDM交易顾问资格指数

资料来源：CISDM 2002版权所有。转载自www.marhedge.com。

最近（2004年），指数上升得很快。如果你的问题是，“这只是两个长期的令人失望的回报之间的短期上涨之一，还是像1983—1992年那样的长期趋势的开始？”

我们显然不能窥探未来。你如何回答这个问题基于你所做出什么样的假设。如果你假设类似于1993—2001年的全球宏观环境会出现，那么你的答案是：这将会是一个美好的趋势，我们很快会从糟糕的表现中恢复过来。

最近的优异表现主要归功于货币（例如欧元的升值）、能源以及金属等方面的长期趋势。但最主要的还是货币趋势。

从我的观点，以及我长篇大论所表述的理由出发，我们可以预计美元会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续下跌很多年。美元的下跌会对商品价格产生压力。

虽然这些波动性显著的市场会出现修正，但如果我的预测是对的，也有可能产生持续的长期趋势，这恰好是全球宏观基金通常能够表现优异的环境。

而且因为绝大部分的全球宏观基金的规模非常大，他们需要转移到那些有足够大的交易容纳量的领域。咖啡或棉花灯大宗商品的变动不会对大部分基金的底线产生巨大的影响，就算他们可能会完美地抓住机会。在这些小市场中他们无法施展拳脚。大基金主要集中在金融市场和能源市场，这些市场才是真正有潜在机会的地方。

话虽这么说，但承受力不强的人还是别投资这些基金了。即使在全球宏观基金表现最好的时候，都会出现非常严重的亏损。由于MAR指数体现的是多数基金的平均水平，这个数据会低估亏损期的规模。就算是最好的基金，都曾经或将会遭受超过25%的亏损。我前面也说过，顺势而为的基金从定义上来看，就是会出现亏损期的。

越来越多的风险

我们来探讨一下这些基金所面临的一些风险。它们大体上都是通过高杠杆操作，其表现具有波动性。这里没有二级市场，尽管它们会每月或每季度的进行回购，但对于这些可能会对其流动性造成影响的回购，会有通知或其他限制性措施来避免不利影响。在很多情况下，部分交易会发生在美国法律覆盖不了的其他国外市场。这些基金大部分（尤其是期货基金）都会收取高额费用。因此，你只需考虑将你的投资组合中的高风险投资部分分配到这一类投资中就可以了。

选择基金的标准

在写这一章时，我打电话联系了我的好友阿特·贝尔（Art Bell），他的会计师事务所所审计的商品期货基金（包括一些最大的基金），可能是全世界最多的。1990年我见到贝尔，那时他正在审计我所在的基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们谈论了“商品期货基金行业的地位”。我来传达一下他的两个观点。首先我问他，“成功的商品期货基金和失败的商品期货基金之间最重要的一个因素或区别是什么？”他的回答很简单：“研究有没有做到位。”

现在成功的公司会越来越多地用到复杂的数学，有途径能够获得非常多的数据，并且竭尽全力地寻找他们所找到的数据之间的关联。更进一步，他们在风险管理和风险控制上花费了比过去更多的时间。在评估一家商品期货基金时，重要的是弄明白他们花了多少时间和精力在研究上，以及如何控制风险。知道他们的投资管理是否会超出其风险管理系统尤其重要。商品期货基金界最著名的一次失利发生在一个非常大的基金的经理人身上，在道琼斯指数第一次问鼎4 000点时，他的系统显示因为道指升得这么高，基金应该退出空仓。但这位基金经理人违背了系统给出的信息。

这个案例将我们带到贝尔的第二个发现：大部分大型基金比过去要更注重于低波动性和低收益。在20世纪80年代，有些基金的年回报能够达到30%，而且为了在投资的竞技场上占有一席之地，你必须获得这样的回报。为了获得这样的回报，你不得不利用各种高杠杆操作，承担高额的风险。这意味着很多基金的波动性很大，因而基金倒闭也很常见。

最近，一些大公司（10亿美元以上）的立场是在现在的环境下，波动性小更有意义。他们的投资人也说，相对于账户的金额起伏不定，他们更愿意看到稳定的表现。



当然还是有一些基金逆风而行，但主流的大基金不会太激进。这不是说，不太激进的方式会避免波动。它们仍然有波动。这只是说，它们调整了各自的目标以及风险系数。[③]

如何选择一个对你来说可能很适合的基金？我的大部分读者，应该从知名的、有很长的交易记录的基金入手。你可能会想到6个基金。你需要知道这些基金会有波动，因此你要计划这个投资会持续几年。

③ 比如，如果录得了一系列小型交易损失，他们要采取的措施和录得了一次大型损失一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎从每家大经纪公司都能买入这些公共基金。大部分经纪公司还提供私募基金的投资入口。达到条件的投资人也可以直接联系其中的一些私募基金。

应该在基金出现亏损的时候投资，还是应该在基金录得收益的时候投资呢？答案是，你没有办法知道某个基金在接下来的几个月表现会怎样。回顾那些交易记录，你会发现有时接连几个月的亏损之后还会出现几个月的亏损，有时在持续了几个月盈利后，接下来的几个月表现得甚至更好。总体上，如果你觉得要开拓这部分的市场，我的建议是去选择那些符合你的标准的公司，然后投资。

最后一点：如果查看基金的交易记录，你会发现这些基金的表现在过去15年里已经下跌了很多。主要的原因是，大部分期货基金只将很少的一部分资金进行期货交易。剩下的资金都用来购买短期利率国库券。当短期利率在8%～10%时，这成为基金收入的重头。当利率是1.5%时，利率的收益就显得不那么重要了。即使基金在投资中获得的回报相同，利率的下跌也会导致基金的总体收益下跌。相反的是，如果利率上升，基金的收益会因此而上升。

房地产

所有的房地产都有区域性。其价格受到当地各种条件的影响。投资一度繁荣的小型农业社区的房地产不是很有利。曼哈顿中心的房价已经高得不能再高了。小公园大道的小商铺要价几百万美元，但几英里外的宽敞的住宅，售价却只相当于这些小商铺的一小部分价格。

这就是位置的价值。

我无法告诉你哪个特定的位置很好，但我可以告诉你一些影响房地产价格的宏观因素。

除了位置之外，还有什么决定了房地产的名义价格？——通货膨胀。3%的通货膨胀意味着在同等情况下，资产的价格在24年内会翻一倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人通过借贷买入投资型房地产，持有多年之后赚了大钱，他们的借贷其实转嫁给了租户。而保守的做法是怎样的呢？赚100万美元最容易的方法是，先借100万，然后还回去。

我认为对于长线投资者来说，持有房地产是未来几年里很有吸引力的投资机会。因为美国很有可能会持续地处于长期利率较低的环境下。我认为在10年或20年后，我们会将这段时间看成一生只能遇见一次的机会。因为现在炒房的开支其实很低。

现在，上升的利率会降低房地产的价值，几年后事情可能会变得糟糕。但如果你买入了合适的房产并且有能力留住租客，只要你有能力还贷，通货膨胀最终还是会帮你大忙的。

直接投资房地产需要有很高程度的认同和研究。是要买入作为出租的独栋家庭房屋，还是公寓或商业房地产呢，这就要考验你的管理能力以及对未来10年里的当地经济和商业的分析能力。很多投资者会请教管理公司，其他的投资者会自己做功课。

什么时候是最好的购房时机？这显然要考虑到当地的状况，当然同买股票一样，你应该在有投资价值的时候买入。这也就是说在一个地方成为投资热点之前买入。比如说，一些养老圣地的房地产投资可能会有很高回报，因为婴儿潮这代人正好处于找一个好地方安度晚年的高峰期，当然他们的存款也处在高峰期。即便在衰退期，这些地方的住宅和商业房地产的价格可能还会继续上升。



那么在其他地方，什么会使房地产的价格降低从而出现购房的机会呢？经济衰退是我首先想到的因素。在市况不好的情况下，有眼光的投资者能够买到有价值的房地产，那时借贷的利率也会很低。当然耐心是必备的。

各地的书店里充斥着各种投资房地产的书。如果你对这个领域感兴趣，在投资之前尽量让自己对房地产了解得足够多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对创业的一些看法

我们正在经历一个差强人意的经济环境。作家迈克尔·葛伯（Michael Gerber）在《创业神话》（哈珀柯林斯出版社，1988年）中告诉我们，有80%的创业公司会在5年内倒闭。在这么低的成功概率下，为什么你还要去创业呢？

你可能有很多非常好的理由要从现在开始创业。而且，我不希望任何人说我打击了他的创业激情，但现在创业比20世纪90年代确实更艰难。

我得承认，我自己就是一个不折不扣的创业家。我创办的公司和项目多得我自己都管不过来。谢天谢地，其中的一些公司和项目取得了不错的成绩，但剩下的一些早就倒闭了。创立一个新企业总会有随之而来的对危险和困难的担忧、挣扎和失望。但如果事情真的做好了，它所带来的回报是不可估量的。

如果你有一个好的想法或项目，或者你看到一个需求，并且在满足这个需求的时候能够获利（同时享受这个过程！），那么我支持你投身其中。别等所有的时机都成熟再行动，因为时机永远不会成熟。不管什么时候开始创业，你都会面临很多未曾想到的问题。

托马斯·杰斐逊（Thomas Jefferson）说，"如果连什么时候开始播种，什么时候开始收割都要等待华盛顿的指示，那么我们很快就要向华盛顿要面包了。"等到有人按铃告诉你现在是时候开始某项生意时，意味着你可能已经错过了最好时机。学习，研究，计划。然后，在你对潜在问题有清晰的认识时，如果你仍然想创业，那么就开始吧。

开创（或买入）和发展一个事业仍然是创造财富的最佳途径。如果你的计划很好，公司发展迅速，也许你的公司会成为牛眼投资人所喜爱的小型价值股公司。祝你好运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十章
牛眼投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



让他们去颂扬古代吧，我很庆幸自己生在此时。

——西塞罗（公元前106—公元前43年）

每个猎人都知道，你不应该瞄准射击野鸭现在所处的位置，而是应该把枪口向它前进的方向偏一点。你的准星必须“领先”鸭子少许。如果你在射击的时候，将目标瞄准鸭子当时所在的位置，就打不中目标（除非野鸭飞得很慢或是距离非常近！）。

牛眼投资将同样的原理应用于投资。在前面的19章中，我试着帮你瞄准你所投资的市场的未来位置，而不是市场曾经的轨迹。

想成为这个十年里硕果仅存的成功投资者，你不得不改变你那源于在20世纪80年代或90年代的投资方法。最近的牛市的起点是高利率、高通货膨胀率和低股市估值。这些因素为历史上最大的牛市提供了上升的动力。

现在我们面临的环境正好相反。股市的估值过高，利率低得不能再低，美元贬值，贸易逆差和政府负债的双赤字问题正摆在我们的面前。在广义的股市估值跌到低位之前，我们将面临长期熊市。经济的逆风说明我们处在“差强人意”的境况中。

尽管有这许多问题，我们要记住一个重点：美国的经济会持续增长。在这本书里，我强调投资机会已经与你在过去20年里追逐的目标不同了。

用打猎的另一个例子做类比就是，现在已经不是猎鹿的季节了。现在是猎捕其他动物的时候，也许我们需要用不同的猎枪和工具，换个地方打猎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但本质依然相同。我们还是在打猎，将战利品带回家——在投资时我们将战利品称之为利润。与上一季相比，我们只不过是从不同的来源获取猎物。

目前是强调绝对回报而不是相对回报的时期。现在是做好研究和预备功课才能有所得的时期，这不是一个可以盲目投资的螺旋上升的市场。牛眼投资的内容包括寻找价值、控制风险和顺势而为，不提倡逆势而行。

变化的本质

我对未来很感兴趣，因为我的有生之年都会花在未来。

——查尔斯·F·凯特灵

如何处理变化是投资的核心。我们从投资心理学的学术调查中看到的压倒性结论是，广义的投资者（当然不包括你或我），执着地认定目前的趋势在未来会继续。

投资者总是用“这次会不一样”来为自己的行为辩解，或假设他们在变化出现的时候能够敏捷地做出反应，或避开变化带来的影响。但事情从未如此，他们很难做出及时和恰当的反应。

我个人的职业生涯几乎一直在改变。但这只不过是成千上万的企业家和商人的写照。我们总在处理变化。事实上，我必须要处理的各种变化并不多。有几百万人——也许是几十亿人——几乎每天都会经历各种突然变故。

有些变化对我来说是强迫性的。有些变化我很乐意接受。我常常对我的朋友说，我希望其中的一些变化永远别再来了。我和绝大部分投资者一样屈服于此类幻想：今天的趋势会继续。而且，我知道这种情况很难发生。我所耕耘的领域变化太快，这个领域在十年以后的情况不太可能像今天一样。

30年前我开始从事这一行时，还没有交易税，没有隔夜拆息，通讯服务也很昂贵。电脑？20年前才出现，而且那时候的电脑与现在相比要低档得多，就像个玩具。直到最近几年，用电脑发送商业通讯才不那么昂贵。现在的边际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本几乎可以忽略不计，发放一份或100万份通讯对我来说没什么两样。

那时候要做研究只能是去图书馆，查阅书、报和一些杂志。现在我的邮箱每天都会收到一打通讯和文章，而且通过谷歌搜索，我能获得无穷无尽的数据。过去几年里，我的电脑收藏了差不多容量5G的研究报告和文章，只用按几个键我就能找出要找的内容。10年前，如果我想写一篇8页的每周通讯，可能需要先调查一个月，然后再写一个星期。现在我每星期浏览大量的数据，然后每周五的下午花5个小时就能写完每周的通讯。（我了解到有人很快会提供加强记忆的药丸，我想我需要它们。）

海外读者？过去十年里很少有海外读者能够看到我的观点。而现在我有数以千计的海外读者，有些来自于非常遥远的地方。我的研究可能很快就会被翻译成中文。

总的来说，前后改变非常大。很多次，我抱怨很难为改变做出自我调整。大多数的改变很平常而且不太有趣。有些改变的代价很大。然而，我会继续目前的职业。但我知道变化也一直都在。**变化就像一辆火车。不是它超过了你，就是你在未来抓住了它的脉搏。**

我还记得一位牵牛进城的中国农民对我说话的情景，而现在我都不敢想这变化的速度。想一想最近十年里中国、俄罗斯以及其他发展中国家所发生的变化吧。我的父亲上一次驾马车进城还是在20世纪20年代。40年后，他看到登月者在月球放了一把滑尺，一张黄色便签纸和一支铅笔。变化的脚步越来越快。



1967年，电影《毕业生》横空出世。我们还记得其中最著名的场景，影片中的本杰明·布拉多克（Benjamin Braddock）（由达斯汀·霍夫曼主演）被建议去塑料业找一份工作。塑料业是那个时代的热门行业，但这却变成了一个糟糕的建议。从1967年起，塑料行业40%以上的工作都消失了。

而同时很多其他的工作机会在增长。这些工作机会比塑料行业要好。但在1976年，如果向别人询问什么工作和机会将会出现，恰当而正确的答案会是，“我不知道，但我知道好工作和机会肯定会出现。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普林斯顿的教授艾伦·克鲁格（Alan Krueger）说目前容纳了大约1/4的雇员的工作岗位，在1967年都没有出现在人口统计局的工作代码里。

个人电脑曾经是只是一个梦想。AT&T那时还是企业寡头。更不会有光纤、互联网、手提电话、机器人、生物科技、全球定位、传真、视频、MP3……

全世界有很多家活跃的企业，这些在未来能为投资者带来收益的大公司，现在正在打基础。这些公司或他们的竞争者会成为下一个微软或安进公司吗?

以下是约翰·乔赛特（John Jorsett）在《苏格兰人》上发表的一篇文章：

一组科学家发明了一种全新的方法，可以只用流动的水来发电。这是自发电机被发明160年来的重大突破，这可以为手提电话和计算机等设备提供一种免费而洁净的电能。这可以被认为能够为国家电网提供电力。发明这项技术的加拿大阿尔伯塔大学工程学院的院长大卫·林奇（David Lynch）说："这套全新的发电系统的发明，是基础研究领域里的巨大突破，这是一辈子才能遇上一次的机会……这个系统建立在液体流过固体表面时的'动电'理论。一薄薄层水的内在相互作用——当水接触到固体表面时——会产生净电流。"

法新社（Agence France—Presse，AFP）报道：

法国科学家用一种创新的扫描显微镜技术发现，神经细胞似乎可通过分子传递的方式相互交流。这项研究为了解神经细胞在运用突触的作用划出一道曙光……法国科学家运用在摄像机上的纳米技术，显示神经细胞的受体反应活跃，受体甚至在细胞膜表面活跃地移动着。

《奥克兰论坛报》的伊恩·霍夫曼（Ian Hoffman）报道：

国防科学家正在研究能够促成军队变革的尖端科技——以光速交战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们获得了巨大的飞跃，”兰迪·巴福（Randy Buff）——美国军队空间和导弹防务司令部的固态激光武器系统的负责人说。“我们急切希望能够从这个领域跳出来，做一些事情。”……通过诱使诸如CD播放器、计分板和超市的扫描器所用到的细小激光二极管发出激光，科学家们正在极力从奇特的水晶造成的镭射中挤压出史无前例的能量……而新生代的固态激光打破了巨大的、通过压缩而造成的化学汽油产生的光束的局面，这种可随身携带的武器可以打穿悍马的引擎或喷气式战斗机的涡轮。专家将这个变革比作20世纪50年代的真空管到固态晶体管的改变，后面这次变革使得如今所有的事情都电子化了。

BBC的安妮雅·利奇托维茨（Ania Lichtarowicz）报道：

美国的科学家发明了一种新的服用药物的方式，这种服药方式可以增强一些疾病治疗包括HIV治疗的效果。吞服药物可能会成为历史。在《自然原料》杂志上，他们描述了一种含有药物、且可以植入人体的微小芯片。植入人体的芯片能够缓慢地释放药效，因此患者不用再服用药物。

美联社（AP）报道：

加里·佛麦克（Gary Formanek）在俄勒冈的高尔夫练习场练球时倒在了地上，他的左半边身体中风不起。而唯一能够治疗中风的药物对他不起作用。因此医生将一个细小的螺丝锥钻入佛麦克的大脑，吸出了导致中风的血块。这个让佛麦克免受中风之苦、也可以说救了他一命的设备，为脑科专家带来令人激动的消息，他们说这项新技术可能会为严重的中风患者带来希望。这种叫做开罐器（Merci Retriever）的设备，还处于试验阶段（该设备已于2004年8月获得FDA的批准）。但在早期试验阶段，它几乎能使一半中风病人的脑部血液重新流动——这些病人通过药物治疗无法恢复。



《科学时报》报道：

莱斯大学的化学家已经证明整合了黄金纳米线路和可导电的有机分子的产品有稳定的记忆能力，这是电脑芯片的关键组件之一。“制造集成电路的很大一部分成本来自于保证成千上万的电路精确地摆放在芯片上，”首席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究员吉姆·托尔（Jim Tour）——莱斯大学的有机化学家说。“我们的研究表明电脑运算并不需要有序的精确度。我们有可能用无序的记忆电路来代替。”

《今日美国》报道说科学家发明了一种测试，可以精确预测患有胸痛的人罹患心脏病的风险，因此提供了一种可以显著降低世界头号潜在的杀手所导致的死亡率。

我们一直在阅读类似新发明的消息，几乎每天都会读到。

在未来几十年里，有三个重要的技术领域会大放异彩。

电脑与信息革命已经进入了第四个十年。电脑的功能和其价格之间的差距在过去十年里——更别提过去40年里——的变化非常明显。未来20年的变化可能更为惊人。电脑不断增加的功能和不断下降的价格会导致大量可以节约成本的新技术。而且，随着自动化装备和流水生产线的增加，我们将能够制造出从衣服到汽车到制造设备的任何东西。

生物技术革命有能力成为与电脑革命相提并论的技术，它像电脑革命制造出一系列的新电脑以及技术一样，能够延长人类的寿命，预防和治疗疾病，同时能够更有效地为人类提供衣食。我们中的很多人已近中年，有希望能够活到100岁。而我的子女有机会成为第一代能够活到200岁的人，感谢那些即将出现的可以增加寿命和延长寿命的药物与生物科技。

量子革命（我们思考分子水平的作用力的方式）可以让我们构建更加微小和便宜的机器，打开了一系列新技术的大门。在20世纪的30年代或40年代，核电厂能够为我们提供无限的清洁能源，而成本只是目前价格的一小部分。下个世纪的早期，会有很多廉价的新资源具有与内燃机相抗衡的潜力。同时，在激光、陶瓷和金属领域会出现很多新发明，虽然这些发明可能不会像上述的三种革命一样显著地改变世界，但它们确实会极大提高我们的生活质量。

我无法精确预测接下来30年的工作岗位和新投资机会来自何处。它们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能还在全球各地的车间和实验室中正在被发明出来。我们可以推测，未来会出乎我们的意料。可以肯定的是，它将会创造出最大的机会。

美国人处理变化的特殊能力，让我对美国的未来持乐观态度。我们将不得不面对一些非常煎熬的变化，变化速度会快过我们所经历过的变化。但应对变化是我们的天性。我们就是做这个的。

处理变化的能力并非美国人所独有的特质。成千上万的中国人、印度人、欧洲人、亚洲人以及其他逐渐自由的世界中的人们，都在不断创造新技术，考虑如何让自己生活得更美好。每个国家，每个文化都将努力改善生活品质，增加变化的速度。

想一下过去由少量发明家带来的变化。再想一想现在有多少发明家创造了多少新产品。然后再想一想有多少重要的创造力，从小车间到大公司，都在创造新产品和行业。

我虽然对很多事情都不太肯定，但我肯定一件事情：真正的未来与我们现在所认为的未来有很大不同。我们可以计划，可以做梦。但我们更需要考虑计划B、C和D。因为在下一个十年，你个人的世界将会出现极大的变化。你如何对待变化，甚至借助变化让你的生活更加美好，能够检测你能够获得的成功。



我在免费提供的每周通讯中说，我希望陪伴你一起“设计未来”，而且我打赌，我们会发现未来比我们开始所设想的要更精彩而有趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录

长期熊市“牛眼”透视



大约十年前，我与克莱斯蒙研究中心（Crestmont Research）创办人伊斯特林（Ed Easterling）合作，为《信报》专栏“前沿思考”进行专题研究。后来更将搜集所得资料加以整理，收录于《牛眼投资法》（Bull’s Eye Investing）一书，编撰成为其中第五、六两章的内容。虽然此书于2003年写成，但有感于国际市场变幻莫测，我们于是提前回顾当年分析，从中发掘有助于读者掌握未来趋势的参考资料，同时借此机会就当年所作推测的准确程度加以检讨。

我将重拾在上世纪90年代末首次为文指出的长线观点，借此分析当前股市的走势；伊斯特林则另举种种相关数据，作为补充本文论点的佐证。下文先行分析过去几次长期熊市周期。

《牛眼投资法》在2003年面世，我们当年在书中就长期熊市周期将至所提出的论点，其实并非假想式预测，而是以股市回报基本因素为依据的分析结果。虽然预测股市走势，不论以年月或季度为期，实在都难有把握，但数据所示现象令我们深信，每当处于历时较长的周期，股市走势往往有迹可寻。所谓历时较长股市周期，指的是高于平均水平的长期牛市周期，以及低于平均水平的长期熊市周期。

《牛眼投资法》第五章开宗明义：

我们将会证明，在长期熊市中，用价值而非价格来分析股票会更有效果……这些周期（长期熊市）基本上需要一代人为之努力才能参透，期间市场可能会严重低估或高估，周期对投资者在某个阶段应该选择的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资方法也有极大的影响。

书中特别强调：

同时，本章还提到市场波动和频繁的大反弹是常态而不是例外，因此，聪明的投资者可以捕捉一些极好的投资机会。最后，本章会探讨通货膨胀、利率和股票之间的联系，指明下一个十年里的股票和债券市场的走势。

如果股市在20世纪曾经出现的周期会继续循环，那么在本世纪的头十年（或更长时间）里，股市将处在长期熊市中——一段持续时间很长的整体下跌、盘整震荡的市场行情。

股市过去的这些阶段，是通过市盈率所体现出来的市场估值周期的循环来划分的。市场估值周期一般是由通货膨胀偏离价格稳定性的长期趋势所决定的。而短期的趋势有些随机，短期的反转是当下外围和市场压力与股价围绕着较长周期的趋势线较量的结果。

九年市况　温故知新

表21—1所示是本书的表5—6，其中数据已由原来的截至2002年底更新至今。当时市盈率虽已由40倍以上的泡沫水平回落，但仍高达26倍。为求减低盈利周期所致的市盈率扭曲现象，已根据耶鲁大学经济学教授希勒（Robert Shiller）的十年期盈利为准则将盈利正规化，由此得出的市盈率称为周期性调整市盈率或“市盈率10”。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表21—1　　　长期牛熊市周期表现（1900–2011年）

股市周期起始年份	结束年份	时长（年）		市盈率 起算值	市盈率 结束值	通货膨胀 起算值	通货膨胀 结束值	指数上涨的年份		上涨年份的比例	下跌年份的比例	持续获得正回报的时长	持续获得负回报的时长	正回报年份的平均获利	负回报年份的平均获利	牛熊市从开始到结束的指数变化
1901	1920	20	熊市	23	5	−2%	16%	9	11	45%	55%	2	3	30%	−17%	2%
1921	1928	8	牛市	52	2	−11%	−2%	7	1	88%	13%	5	1	24%	−3%	317%
1929	1932	4	熊市	28	8	0%	−10%	0	4	0%	100%	0	4	N/A	−32%	−80%
1933	1936	4	牛市	11	19	−5%	1%	4	0	100%	0%	4	0	34%	N/A	200%
1937	1941	5	熊市	19	12	4%	5%	1	4	20%	80%	1	3	28%	−16%	−38%
1942	1965	24	牛市	9	23	11%	2%	18	6	75%	25%	4	1	16%	−8%	774%
1966	1981	16	熊市	21	9	3%	10%	9	7	56%	44%	3	2	13%	−15%	−10%
1982	1999	18	牛市	74	2	6%	2%	16	2	89%	11%	9	1	18%	−4%	1,214%
2000	????		熊市	42		3%		03		0%	100%	0	3	N/A	−10%	−27%
加权平均熊市（不包括2000年）										42%	58%	2.1	2.7	21%	−18%	−14%
加权平均牛市										83%	17%	5.8	0.9	19%	−5%	810%

注：指数级回报反映的是道琼斯工业指数一年的平均值。市盈率则是基于希勒教授计算和发表在《非理性亢奋》的S&P 500资料。
股市的分类基于克莱蒙特公司利用市盈率的峰值和低谷、通货膨胀以及其他资料所得来的周期分类。此处未加入股息、税率、通货膨胀校准或交易费等。

回报模型（深色阴影=下跌年份；浅色阴影=上升年份；#%=指数年度变化；最后一列是道琼斯工业指数的起始年份与结束年份的值）

1901－1920:熊市	71	−9%	0%	−24%	42%	38%	−2%	−38%	47%	15%	−18%	0%	8%	−10%	−31%	82%	−4%	−22%	11%	30%	−33%					72
市盈率 通胀率		23 −2%	22 6%	18 1%	16 0%	19 1%	19 3%	13 6%	13 −4%	15 8%	14 4%	14 −8%	14 7%	12 3%	11 1%	12 1%	12 8%	9 17%	6 18%	7 15%	5 16%					
1921－1928:牛市	72	13%	22%	−3%	26%	30%	0%	29%	48%																	300
市盈率 通胀率		5888 −11%	−6%	2%	0%	10 2%	12 1%	18 −2%	22 −2%																	
1929－1932:熊市	300	−17%	−34%	−53%	−23%																					60
市盈率 通胀率		28 0%	22 −2%	15 −9%	8 −10%																					
1933－1936:牛市	60	67%	4%	39%	25%																					180
市盈率 通胀率		11 −5%	12 3%	13 2%	19 1%																					
1937－1941:熊市	180	−33%	28%	−3%	−13%	−15%																				111
市盈率 通胀率		19 4%	14 −2%	16 −1%	15 1%	12 5%																				
1942－1965:牛市	111	8%	14%	12%	27%	−8%	2%	−2%	13%	18%	14%	8%	−4%	44%	21%	2%	−13%	34%	16%	−9%	19%	−11%	17%	15%	11%	969
市盈率 通胀率		9 11%	111 6%	11 2%	31 2%	41 8%	11 14%	11 8%	01 −1%	11 1%	21 8%	31 2%	21 1%	41 1%	81 0%	81 1%	61 3%	51 3%	81 1%	72 2%	11 1%	92 1%	02 1%	32 1%	3 2%	
1966－1981:熊市	969	−19%	15%	4%	−15%	5%	6%	15%	−17%	−28%	38%	18%	−17%	−3%	4%	15%	−9%									875
市盈率 通胀率		21 3%	22 3%	22 4%	19 5%	15 6%	17 4%	18 3%	16 6%	11 11%	10 9%	12 6%	10 7%	9 8%	9 11%	9 13%	9 10%									
1982－1999:牛市	875	20%	20%	−4%	28%	23%	2%	12%	27%	−4%	20%	4%	14%	2%	33%	26%	23%	16%	25%							11497
市盈率 通胀率		7 6%	10 3%	9 4%	11 4%	13 2%	16 4%	14 4%	17 5%	17 5%	18 4%	20 3%	21 3%	21 3%	23 3%	26 3%	31 2%	36 2%	42 2%							
2000－????:熊市	11497	−6%	−7%	−17%	25%	3%	−1%	16%	6%	−34%	19%	11%	22%													
市盈率 通胀率		42 3%	32 3%	26 2%	24 2%	26 3%	26 3%	26 3%	27 3%	21 4%	17 0%	21 2%	24 3%													

资料来源：克莱斯蒙研究中心，WWW.CrestmontResearch.com。

此表有好几点必须留意。目前的长期熊市周期表现一直较历来各长期熊市温和。一般熊市周期跌市年数往往较升市（仅占42%）为多，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前熊市周期至今的升市年数却达58%。盈利及亏损年的盈亏程度也较轻微，平均约相当于正常水平的三分之二左右。

当然，由于身历其境，当代人自然不觉目前熊市表现温和；但这种较过往周期温和的表现，也许将预示熊市结束前可能出现的后果。部分投资者看见道指由2009年初的低位上升89%至现在的水平，更认为目前长期熊市周期表现极端。

个中模式及过程实则与我们在2003年的预期并无显著不同。正如我们在书中指出，在长期熊市周期“市场波动和频繁的大反弹是常态而不是例外”。就以最近一次长期熊市周期（1966年至1981年）为例，虽然2009年为止54%的跌幅确实比1974年45%的跌幅高，但短期不断骤升骤跌的模式依然重复出现。

本书所指波动情况，其实还可利用另一种方法加以评估。表21—2显示股市波动程度实远超一般人想象。我们于是弃用既繁复又乏味的统计数据，改用便于一般人理解的方法来说明问题，在书中强调市况每年升跌幅度超过10%的年份，其比例占整体年数高达70%；而其中50%的年份更出现升跌幅度超过16%的情况。目前的熊市周期又有何表现？

表21—2 长期牛熊市周期内道指按年变化占比（1901—2011年）

升跌幅度（%）	111年平均%	54年牛市期	57年熊市期	目前熊市期
〈-10	21%	4%	37%	17%
-10～+10	32%	30%	33%	50%
〉+10	48%	67%	30%	33%
〈-16	15%	0%	30%	17%
-16～+16	50%	50%	51%	58%
〉+16	34%	50%	19%	25%

资料来源：克莱斯蒙研究中心，WWW.CrestmontResearch.com。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市必经阶段将至？

克莱斯蒙研究中心现已更新截至2011年的有关分析，其中包括八段牛熊市的独立数据；从中发现各段牛熊市的波动程度相对差异不大，令人大感意外。再者，长期牛市及长期熊市分别有大约30%及50%的年份升幅分别为10%及16%。不过，两者不同之处在于牛市期间以升市年份居多，而熊市则以跌市年份占较大比例。

目前长期熊市周期至今表现确与以往周期略有不同。首先，升市年数较多，正是本熊市周期略为温和的又一明证。其次，即使金融危机触发的大跌市延续至2009年，跌市年数却未见显著，何解？

到现在为止，目前长期熊市周期在一般熊市周期的必经阶段中仍未见重大进展。正如我们在书中强调——估值周期起因一向在于较长期通胀趋势，由此引致物价渐趋稳定或不稳。近十年来，除却偶然出现偏向通缩或通胀的迹象以外，物价大致上维持稳定。在种种通缩及通胀压力日增情况下，不论通缩或通胀都会促使目前长期熊市周期直闯必经阶段。但大致上目前的市况波动现象将延续下去。近九年来，股价波动以及盈利增长已将市盈率由25倍、26倍推低至略高于20倍。不过，在通胀率不利的形势下因通缩或严重通胀而估值大跌的情况，则至今仍未见在股市出现。

高市盈率　低回报定理

长期牛市始于市盈率偏低时期，而止于市盈率偏高时期。同一道理，长期熊市始于市盈率偏高之时，而止于市盈率偏低之时。

目前股市虽然估值偏高（标普500指数的市盈率处于20左右），但以时下环境条件，尚未至于估值过高。虽然通胀率偏低按理说应同时出现市盈率较高现象，一旦可能出现通缩或高通胀，或两者接踵而来，股市现时估值水平就过高了。相反，若通胀率靠近价格稳定水平，则目前长期熊市有望持续一段日子；但发生这种情况的可能性到底有多大？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在书中曾解释高市场估值（市盈率）必然会减低长期回报，因为始于市盈率偏高的时期往往以市盈率偏低告终，以致投资回报受到蚕食。此外，市盈率偏高时期派息率亦往往偏低。有鉴于此，我们在书中写明投资回报终将远低于平均水平。

无论如何，股市投资回报水平多年来一直与市盈率走势息息相关。市盈率这种估值方法反映每股价格与每股盈利之间的关系，高回报往往与市盈率上升时期有关，低回报甚或负回报则往往伴随市盈率下跌时期出现。

这也许是本书为读者提供的最重要投资心得。每当市盈率趋升，“水涨船高”之说在历史上可谓屡试不爽。每当市盈率向下调整，股市投资就会荆棘满途；指数投资也是缘木求鱼。正如本书下半部的相关论点显示，在长期熊市周期之中所采取的投资技巧，往往与牛市时期投资迥异甚至背道而驰。

鉴于目前及近期的市盈率水平，未来20年间的股票投资获利前景都未许乐观，其中尤以一般及指数基金为然。如此黯淡的预测，其实与熊市的一般联想无关，而是基于带动目前长期熊市的连串因素。

虽然美国股市的市盈率近九年来已由26倍降低至近20倍（以希勒的方法得之），股市估值至今仍然偏高。本书第五及第六章中所述，至今亦几乎全部适用。更重要者，目前估值偏高，正是今后回报偏低的先兆。

至于回报偏低将低至什么水平，就要视乎通缩或高通胀的前景如何。

未来十年　美股乏善可陈

按照现在的盈利和估值环境，究竟如何大致推算出美国股市未来三至十年的前景？我与克莱斯蒙创办人伊斯特林近十年前合著本书，现对照书成九年来的最新发展，基于最近更新的研究数据，从而探讨目前的长期熊市何时终结。

美国通胀率贴近价格稳定水平已一段日子，实出乎我俩意料之外。虽然此一趋势的可能性确实存在，但在历史上却从未出现。伊斯特林与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我亦知如此史上罕见的佳音，难望为投资者带来可观回报，只因估值偏高的基本因素根本不容许之故。

从当前种种迹象观之，今天美国股市背后到底潜伏多少隐患与风险？

目前通胀率贴近价格稳定水平，今后10至20年间，将大幅涨跌抑或维持平稳？据历史数据显示，一旦通胀恶化，或通缩出现，市盈率就会下跌，因而导致股市投资回报乏善足陈；原本寄望每年有9%复合增长率以便十年后退休的投资者，就更难免大失所望。若通胀率持续十年稳守在1%～2%，就会彻底打破历史常规。

不过，即使当前的通胀水平一直持续不变，现时的市盈率估值水平也会令投资股市回报欠佳。

假使历史重演，美国股市周期就会在今后10至20年间持续表现呆滞，然后随之稳步回升，活力重现！今天的大学毕业生，也就可望在下次长期牛市周期起点得享投资成果。在此之前，投资者的心情难免随着股市的升跌而起伏不定。

同一时期，传统投资顾问自不免向投资者极力贩卖牛市将至的希望。须知卖花赞花香的道理，投资者对盲目乐观的意见岂能不提高警觉？

通缩威力　不容低估

我们在本书中与读者分享的一大投资心得，在于通缩与通胀均不利于股市估值，亦同时有损于市盈率。以往，长期熊市只在通缩或高通胀转回价格稳定时结束。至于通胀率对市盈率有何影响，从图21—1所示市盈率与通胀之间的“Y曲线效应”（Y Curve effect）就可知一二。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

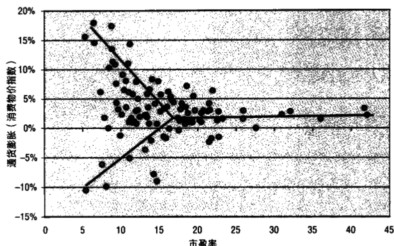


图21—1 市盈率与通胀率关系（1900—2011年）

资料来源：克莱斯蒙研究中心，WWW.CrestmontResearch.com。

我们对此做出如下解释：

过去50年来，金融市场一直以为管理完善的经济体只有通胀，难以想象竟也会出现通缩。期间，美联储的首要“屠龙”任务一直只以通胀为对象，其货币政策所针对的亦只有通胀，好比对于地心吸力或汽车油门，经济法则只知有加速现象一样。因此，美联储的经济措施向来只包括约束、停通胀的几道板斧。

美联储控制通胀蔓延的主要措施在于减少货币供应，一般以提高资金成本为手段。要减少货币供应，美联储可行的办法之一是提高息率。若为求刺激经济，美联储则可放松管制，任由货币供应增加，方法通常在于以减息手段来刺激货币的需求以及供应。不过，由于息率若减至零，投资者、消费者、企业就会退缩而宁愿手持现金，所以息率一般不会跌至零以下水平。

因此，在濒临通胀或通缩关口之际，息率作为控制货币增长的手段就会失效。通缩不但导致息率降低，同时对经济造成打击。在需求放缓、生产下降，失业率趋升、货币流速减慢之际，整体经济情况就会饱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受隐忧困扰。虽然未必会引致萧条，但通缩确会拖累经济发展，以致盈利受损，前景转趋不明朗，而美联储却对振兴经济苦无对策。

此外，在通胀率接近零而息率进一步下跌情况下，市场则无法受惠于市盈率持续上升的趋势。危机将至，市场估值亦随之受压。一旦通缩肆虐，日月无光之际，市盈率就会一沉不起，直跌至通胀及息率高企时期的水平。

当通胀正或负水平偏高，市盈率往往会大为压缩。当通胀或通缩转趋向价格稳定水平，以致通胀率近乎1%，市盈率就会回升。

投资者也须知也通缩的环境下，息率虽处于极低水平，但却不会因而带动市盈率上升。每逢经济陷入通缩状态，息率就会持续下降，但市盈率似亦会感应大势所趋，因而同告下跌。

时至今日，在美国近年濒临通缩之后，我们又再面临通缩威胁。我认为美国或将难逃一劫，而出现市盈率下降与股市大跌的惨况，因而加速目前的长期熊市终结。鉴于历来的长期熊市往往在市盈率跌破10倍之时告终，目前的长期熊市想亦不会例外。

不论通胀或通缩 “长熊”仍在

美国股市当前市盈率已贴近史上历次长期熊市起点的水平。由于通胀率近九年来并未显著偏离价格稳定水平，市盈率迈向低水位的进展不大。但毫无疑问，美国股市已陷入长期熊市。在我撰写本书过程中，本世纪初跌市余波未了，市盈率依然偏高，以致目前的长期熊市无论力度之猛，抑或历时之长，都势将刷新历史纪录。我们在书中作出如下结论：

也就是说，市盈率将可能远较现时水平为低，其成因不外乎市场在盈利从后赶上之际长时期横向发展，又或股价跌至市盈率合乎长期熊市周期底线的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假使通胀重临而息率趋升，市盈率就会持续下调。若通缩势成，经济就会饱受隐忧缠绕，市盈率亦会持续下调。即使通胀率及息率仍然偏低而且维持稳定，经济增长及盈利增长亦难免低于平均水平，皆因“马虎经济”（Muddle Through Economy）长期持续，至今不辍所致。在此情况下，市场也可能长期横向发展，以待盈利从后赶上。

在上述两种形势下，尤其鉴于当前股市市盈率偏高，预料股本回报将持续多年低于平均水平，甚至呈现负数。

可惜低回报甚至零回报状况实在难望在短期内结束。在目前长期熊市终结之前，市盈率跌势仍将持续不断。往往在介乎长期熊市终点与长期牛市起点之间出现的低市盈率现象，其成因不外乎在盈利持续上升的同时，市场长期横向发展而股价不断波动；或股价在短暂周期熊市期间大跌。两种成因之中，我们认为前者的可能性较大。另一方面，因为鉴于环球金融市场危机四伏，并且难望美国政府有恰当对策，出现严重周期熊市的可能性实在未可排除。

无论如何，正当市场波动不止，发展无方，投资者在今后数年，甚至整整十年间想亦会屡受挫折。鉴于美国股市与环球股市息息相关，投资股市的挫败感亦势将在全球蔓延。不过，投资者若能有备而战，分散投资，并妥善安排投资组合，不仅定能履险如夷，更可望大有斩获。即使在最艰难的熊市时期，投资者亦总能找到稳赚股份及致胜之道；尤其在绝对回报与另类投资组合的策略上，亦终有收获。忍得一时苦，前途当无量。

标靶投资　牛刀再试

在本世纪第二个十年内，要投资卓有成效，就要一改上世纪八九十年代的获利方式，并且不再听信华尔街给投资者的忠告。上次牛市在1980年展开，当时息率高企、通胀肆虐、股票估值偏低，万事俱备，所以造就史上最强牛市。

当前形势与当年正好相反：股票估值虽已较2000年以后大幅回落，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但仍相对偏高，而息率则迟早要升。此外，金价走势波动，美元兑别国货币汇率亦同样反复；而贸易赤字与政府债务的问题早已摆在眼前。

未来十年　熊市后半期

股市今后将何去何从？债券、黄金、房地产表现又将如何？投资者应如何认清目标？

华尔街与互惠基金业界给投资者的忠告同出一辙：市况升势可望持续，现时正是入市时机；况且股市变幻莫测，低吸高估谈何容易，因此应长线持有，短期跌市何惧之有？至于应买入哪只基金，当然是“卖花赞花香”，以有关经纪行或投资机构的推介为首选。

华尔街则好比手执槌子的木匠，在其眼中所有股票都看似钉子。股票经纪鼓其如簧之舌，不论以个别股票形式，或包装成互惠基金或首次公开招股，还是包管账户、变额年金或衍生工具，所为无非推销股票，为求达成交易目标，最好实时成交，因而不惜操控规则，对要求选择较多而风险较低的投资者造成诸多不便，甚至令大部分投资者对其他选择懵然不知。

投资者只可选择买入股票经纪每年所推介的股票，此等建议数十年来从未改变，命中率亦不过一半而已。股市升势固然会长期持续，但下调或停滞不前的情况亦会长期出现。我在这里所谓的“长期”，往往超乎一般投资者所能守候的程度。

上述循环往复的投资周期称为“长远牛／熊市”，每一周期都各有投资良机。在我看来，此一熊市期已进入后半期。

华尔街的问题主要在于所推股票在长期熊市期内表现不济，因而导致大部分传统投资组合自2000年来一直蒙受损失。但华尔街现时仍以“明天会更好”动之以情，鼓励投资者继续入市；又以其所谓“独立经济师”制作的图表作为股市回升的证明，诱之以利，从而说服投资者只要不停投资，就能百忍成金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于长期牛市内，投资者则应该物色有“相对回报率”的资产，其中包括各种表现胜过一般水平的股票和基金。如能保持跑赢大市的优势，就表示投资成功。即使期间不免出现投资“歉年”，只要在长期牛市持续投资在绩优股上，就会最终获利。

不过，在长期熊市期间，上述投资策略只会惨淡收场。例如个人投资已损失15%，虽然略低于大市20%的跌幅，按华尔街的标准而言已算表现不俗，有关股票经纪应获表扬。但归根到底，也改变不了个人投资损失15%的事实。

面对当前各地市况，“牛眼投资法”着眼点在于“绝对回报”（absolute returns），而以货币市场基金表现为参照标准。至于衡量投资成果的准则，则在相对于短期国库券（T-bill）的回报。

年复一年，总有人声言熊市已成过去，当前的投资参考书早已追不上时代云云；但根据实际经验，却会得出相反结论。其实，历来长期熊市的跌市幅度，均较当前跌势大得多；持续时期长则二十年，短则八年。至于市场估值，综观以往长期熊市的尾声，更从未见及得上2009年底的水平。因此，我提出的一种新见解：牛／熊市周期应以估值，而非价格为衡量准则。

投资者如对华尔街的空谈依然深信不疑，只会落得失望而回的下场。按照我根据事实的推断，目前的熊市尚有多年才会结束。有鉴于此，计划在十年内退休而有意采取囤仓策略的投资者，其所面对的前景更尤其暗淡。



掌握投资前景的路线图

“牛眼投资法”当然不会一味散播末日信息。虽然华尔街希望令投资者相信股市表现与经济表现挂钩，但两者之间其实并无必然关系。日后发展亦将证明，环球经济表现最终应还算过得去，期间亦会一如既往，出现衰退与增长期梅花间竹的模式。世界并非面临末日，只是自古以来不断在变。长期熊市之际仍然处处投资机会，只不过华尔街的“例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌”建议不会奏效而已。

我撰写本书的目的，在于通过掌握以往市场走势以及其中原因，为投资者提供一幅前景路线图；并打破种种投资迷思，揭开华尔街所谓“科学研究”的真相，目的只在于诱使投资者采取囤仓策略以及只求相对回报的投资策略。这类“研究”但求达到目的，不惜利用偏颇的“实据”和统计资料，甚至往往引用错误数据；一旦出现跌市，也只知说服投资者年复一年守株待兔，不计损失继续入市。

“趁低吸纳，见高抛售”是华尔街的传统智慧，虽然听似简单，却为金融“顾问”与投资“专家”提供赚大钱的机会。回顾华尔街近年来令人不忍卒睹的表现，更足以证明所谓股市“专家”，其专业眼光实与一味依靠预测的电视天气预报员无异。在电视节目中亮相的所谓金融、经济、股市专家，经常就所谓投资策略大放厥词，既承认经济前景未免暗淡，又同时预言曙光将至，投资者应及早入市云云。

所有“口水专家”（我也不例外）似都各有主张。电视节目主持也乐得邀请意见相反的专家同场争论一番，虽富娱乐性但亦会混淆视听。无论如何，短短几句可供传媒引述的泛泛之词，又怎能在时下变幻莫测的投资环境中为投资者提供可资参考的意见？

掌握投资环境并作出相应投资决定，才是投资成功的关键。但在听取我就如何在长远熊市期内投资之前，读者应先行了解涉及哪些周期，以及有关周期的成因。

约翰·莫尔丁（John Mauldin）

本文辑录自2012年4月23日、7月2日及7月9日《信报》专栏“前沿思考”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济回落的年代，还在固守价值投资？长期持有让你越买越跌，熬到你心焦！
A 股曙光已现，还在四处观望、蜻蜓点水？平庸选股让你温吞蹒跚，永无翻身之日！

老练的猎手不瞄准猎物，而是瞄准猎物前进的方向；成功的股民不会跟随大盘，而是命中获利一倍以上的牛股。香港股神曹仁超力荐“牛眼投资法”，聚焦绝对超值回报，挑选五年翻倍牛股，稳守“止损不止利”原则，为投资者开启疯狂获利模式。

美国投资专家莫尔丁在书中揭破分析师和基金经理谎言，为千万股民打破“低估值”陷阱；更纵览全球经济大势与人口、利率、通胀要点，指明极具潜力的新兴行业，引导读者追寻超值回报。A 股风起云涌之际，手握“牛眼投资法”，勇敢打造横空出世的新富翁。

莫尔丁提出的“牛眼投资法”渐成主流，他把射击鸭子理论加以整理，强调趋势的重要性，并必须达到“绝对值”才能赚钱。我老曹凭融汇贯通“牛眼投资法”，由普通散户变身坐拥亿元身家，投资本金从港币 5000 元，在 40 年内放大 4 万倍达到 2 亿元。

著名投资家、香港信报财经新闻有限公司首席顾问　曹仁超

牛眼看人高，高人看《牛眼》。

北京大学金融学教授、金融与产业发展研究中心主任　何小锋

从 2007 年见顶开始，A 股与港股不知不觉都已迷失六年。大盘指数处于一个长期振荡之中，消息主导，时升时跌，大起大落。如果此时仍然以指数基金或者追踪指数的主动基金作为长线投资，便已过时。而 “牛眼投资法” 这种思维在此投资环境中便显得更重要，甚至比原产地美国更合适。

香港丰盛融资公司董事、知名基金经理　黄国英

股市奥妙无穷，学派林立。“牛眼投资法”自成一家，值得研究和领悟。

前瑞银中国投资银行部副主管、香港慢牛投资公司董事长　张化桥

在莫尔丁看来，“买入并持有”指数基金和高成长性大盘股的投资策略，已不适用于当前及今后多年的投资。本书将告诉读者，如何与时俱进，调整自己的投资习惯，应对未来的市场变化。

《股市动态分析》杂志主编　赵迪

（排名以姓氏首字母为序，不分先后）

上架建议：金融/投资/理财





ISBN 978-7-300-170
9 787300 170411 >
定价：45.00元

天窗文化 ENRICH CULTURE　WILEY

著作权合同登记号：图字：01-2012-4094